

LE RIFORME PREVIDENZIALI
ALLA LUCE DELL'ESPERIENZA LATINOAMERICANA

MICHELE RAITANO

pubblicazione internet realizzata con contributo della

COMPAGNIA
di San Paolo

società italiana di economia pubblica

dipartimento di economia pubblica e territoriale – università di Pavia

Le riforme previdenziali alla luce dell'esperienza latinoamericana

Michele Raitano¹

1. Introduzione

Nell'analisi delle politiche che possono favorire lo sviluppo e la coesione sociale nei paesi meno avanzati risulta interessante osservare l'evoluzione degli schemi di protezione sociale, ed in particolar modo dei sistemi pensionistici.

Anche al fine di suggerire dei modelli di riferimento per i paesi tuttora caratterizzati da una limitata estensione degli schemi formali di sostegno dei redditi della popolazione anziana, nel presente lavoro ci si propone di analizzare il recente dibattito internazionale in ambito previdenziale, ponendo in particolare l'attenzione sulla proposta di introdurre nel sistema pensionistico un'ampia componente a capitalizzazione a gestione privata, e osservando l'esperienza dei paesi che hanno recentemente adottato tale componente.

Il lavoro è strutturato nel seguente modo: nel secondo paragrafo si presentano gli elementi essenziali del dibattito, si introduce il cosiddetto modello previdenziale a più pilastri e si individuano i paesi che, nello scorso decennio, hanno sostituito, almeno parzialmente, uno schema a ripartizione pubblico con uno a capitalizzazione privato. Nel terzo paragrafo ci si concentra sulle riforme attuate nei paesi latinoamericani, caratterizzati da un intenso processo di privatizzazione del settore previdenziale, e si descrivono, in modo dettagliato, i sistemi istituiti in tali paesi. Nel quarto paragrafo, infine, si valutano tali riforme in riferimento sia a quanto emerge dalla letteratura economica, sia all'evidenza empirica mostrata dai paesi latinoamericani nei primi anni di attuazione dei nuovi schemi previdenziali. Il quinto paragrafo conclude.

2. Il dibattito sui sistemi previdenziali negli anni '90

Il processo di riforma dei sistemi previdenziali è da diversi anni al centro del dibattito di politica economica e costituisce un prioritario interesse di analisi all'interno delle organizzazioni internazionali². Dal dibattito è emersa una decisa critica dei tradizionali sistemi pensionistici pubblici, prevalenti nella quasi totalità dei paesi occidentali,

¹ Dipartimento di Economia pubblica - Università di Roma "La Sapienza".

michele.raitano@uniroma1.it

² Negli anni '90 la Banca Mondiale ha patrocinato due conferenze al fine di discutere le caratteristiche dei diversi schemi previdenziali. Gli atti di tali conferenze sono raccolti in World Bank (1994) e in Holzmann e Stiglitz (2001).

fondati sul finanziamento a ripartizione (*pay as you go* - *payg* - nell'accezione anglosassone) e sul metodo di calcolo a benefici definiti, e contestualmente è stata avanzata la proposta della loro sostituzione, almeno parziale, con schemi previdenziali a gestione privata, basati sulla capitalizzazione e sul calcolo delle prestazioni a contribuzione definita.

Nella valutazione dei sistemi previdenziali, oltre al tipo di gestione, pubblica o privata, vanno analizzate altre caratteristiche quali il metodo di finanziamento della spesa, il criterio di calcolo dei benefici, il grado di equità attuariale del legame fra contributi e prestazioni, la fonte di entrata (contributiva o impositiva, finanziata cioè dalla fiscalità generale), il livello di progressività distributiva dello schema, e, nel caso dei sistemi a capitalizzazione, le strategie di allocazione di portafoglio dei fondi pensione.

Nonostante solitamente ai sistemi a ripartizione si associno implicitamente le caratteristiche di gestione pubblica, progressività e prestazione definita con un basso grado di equità attuariale, e alla capitalizzazione si assimilino privatizzazione, neutralità distributiva, contribuzione definita, equità attuariale, ed un'elevata diversificazione del portafoglio di titoli in possesso dei fondi pensione, va evidenziato come, in realtà, gli aspetti menzionati siano fra loro indipendenti e possano combinarsi quasi in ogni modo possibile³. Nella valutazione delle proposte di riforma bisogna quindi tenere sempre presente l'intero insieme delle caratteristiche dell'istituzione previdenziale, dal momento che ciascuna di esse ha rilevanti ed autonome ricadute, a livello sia aggregato che individuale, sulle performance del sistema economico⁴.

Come affermato in precedenza, la discussione teorica si è concentrata principalmente sul confronto fra le due particolari tipologie di regime pensionistico summenzionate (*payg* pubblico a benefici definiti *versus* capitalizzazione privata a contributi definiti). Da tale discussione è emerso un ampio consenso verso un'organizzazione dell'istituzione previdenziale fondata su più "pilastri" dalle diverse caratteristiche (il cosiddetto modello *multipillar*). In particolare, anche alla luce dell'esperienza del Cile, il primo paese ad instaurare, nel 1981, un sistema previdenziale a capitalizzazione

³ Non è infatti immaginabile unicamente un sistema a ripartizione privato, dal momento che solo l'operatore pubblico appare in grado di garantire il contratto intergenerazionale implicito in uno schema *payg*.

⁴ In letteratura si evidenzia ad esempio che l'impatto del sistema previdenziale sul tasso di risparmio aggregato dipende soprattutto dal metodo di finanziamento prescelto, che il grado di rischio cui sono esposti gli individui è determinato dal criterio di calcolo dei benefici, dal tipo di gestione e dal grado di progressività del regime, che il funzionamento del mercato del lavoro viene influenzato, in maniera prioritaria, dall'equità attuariale del legame fra versamenti contributivi e prestazioni, e che il grado di sviluppo del settore finanziario dipende anche dal tipo di gestione previdenziale. Per un'analisi esaustiva degli effetti del regime previdenziale sul sistema economico, si vedano Barr (2001), Orszag e Stiglitz (2001) e Raitano (2004).

privata, si è proposto, soprattutto da parte di autorevoli economisti della Banca Mondiale, una specificazione del modello *multipillar* basata sui tre seguenti pilastri⁵:

1. Primo pilastro a partecipazione obbligatoria, a gestione pubblica, finanziato a ripartizione e dalla fiscalità generale, con prestazioni in somma fissa (*flat rate*) o assistenziali (*means-tested*), ed avente come obiettivo il contenimento della povertà fra gli anziani.
2. Secondo pilastro a partecipazione obbligatoria, a gestione privata, organizzato mediante un sistema di fondi pensione in libera concorrenza fra loro per attrarre iscritti, finanziato da versamenti contributivi, con prestazioni calcolate in base al metodo a contribuzione definita, ed avente come obiettivo principale quello di garantire in vecchiaia un livello di reddito adeguato rispetto a quello percepito in età lavorativa (obiettivo dell'*income smoothing*).
3. Terzo pilastro a partecipazione volontaria, organizzato mediante fondi pensioni privati ed avente come obiettivo, anche grazie ad agevolazioni fiscali, l'incentivazione del risparmio previdenziale individuale.

Nelle intenzioni dei fautori di questa particolare versione del modello *multipillar*, la maggior parte del reddito previdenziale dovrebbe, pertanto, essere finanziata dall'accumulazione di risparmio presso fondi pensione; all'operatore pubblico resterebbe, oltre ad una fondamentale funzione di regolamentazione e supervisione del settore privato, un ruolo di garanzia e di fornitore di un reddito di ultima istanza a chi non riesca ad accumulare un capitale tale da assicurargli una rendita pensionistica superiore alla soglia di povertà⁶.

Negli anni '90 in un ampio numero di paesi, sia sviluppati che in via di sviluppo, sono state approvate riforme strutturali, dei sistemi previdenziali. Come si osserva dalla tabella 1, nella maggior parte dei casi si è sostituito, totalmente o parzialmente, il sistema pubblico a ripartizione con uno schema privato a capitalizzazione. In particolare, nello scorso decennio numerosi paesi dell'America Latina e dell'Est

⁵ Nella definizione teorica di un sistema *multipillar*, non è a priori determinato quale schema, pubblico o privato, debba assumere un ruolo preponderante; la riforma svedese del 1994 ha ad esempio affiancato ad un ampio settore pubblico una limitata componente privata a capitalizzazione obbligatoria. Appare tuttavia evidente come numerosi economisti (fra i quali molti studiosi della Banca Mondiale) ritengano ottimale una particolare caratterizzazione del sistema a più pilastri, che attribuisca all'operatore pubblico un ruolo residuale unicamente di tipo assistenziale; a tale proposito si vedano, oltre le numerose pubblicazioni in materia previdenziale rinvenibili sul sito www.worldbank.org/pensions/htm, Banca Mondiale (1994), James (1999), Holzmann (1997) e Holzmann e Palacios (2001)

⁶ In modelli multipilastro (come quelli recentemente introdotti in molti stati latinoamericani) nei quali all'operatore pubblico sia riservato unicamente un ruolo residuale di assistenza *means test*, e non di erogazione a tutti gli individui di un reddito da pensione (secondo un modello di *welfare state* universale), appare più corretto definire la componente pubblica come un "pilastro 0", inteso come una sorta di prestatore di ultima istanza, riservando invece l'accezione di primo pilastro ai casi in cui il settore pubblico gestisca un sistema previdenziale universale, anche se di entità limitata.

Europeo hanno riformato il sistema previdenziale adottando un modello multi-pilastro nel quale, almeno parzialmente, la responsabilità della gestione dell'offerta dei servizi previdenziali viene delegata al settore privato.

Tab. 1: Paesi che hanno adottato riforme strutturali dei sistemi previdenziali negli anni '90

<i>Tipo di riforma</i>	<i>Paese che ha adottato la riforma</i>
<i>Dal sistema payg pubblico al sistema a capitalizzazione privato</i>	Argentina, Colombia, Bolivia, El Salvador, Messico, Perù, Uruguay, Seychelles, Australia, Ungheria, Polonia, Lettonia, Kazakistan, Svezia, Croazia
<i>Dal sistema a capitalizzazione pubblico al sistema payg pubblico</i>	Indonesia, Nigeria
<i>Introduzione ex novo del sistema previdenziale</i>	Mozambico, Zimbabwe, Oman, Angola, Guatemala
<i>Dal sistema a benefici definiti al sistema a contribuzione definita nozionale</i>	Italia, Svezia, Lettonia, Polonia

Fonte: Schwarz e Demirguc Kunt (1999), Disney (1999)

Nei paesi dell'ex blocco socialista, eccetto il Kazakistan, che ha introdotto un regime a capitalizzazione totale nel quale il pilastro pubblico mantiene unicamente compiti di assistenza sociale, solo parte del sistema previdenziale è stata privatizzata. In Polonia, Ungheria, Croazia e Lettonia si è infatti mantenuto un primo pilastro pubblico a ripartizione, ma di dimensioni ridotte, dato che parte dell'aliquota contributiva è stata, con la riforma, destinata a versamento obbligatorio ai fondi pensione⁷.

In America Latina, a seguito dell'esperienza pionieristica del Cile, che ha introdotto nel 1981 uno schema previdenziale caratterizzato dal ruolo preponderante del settore privato, negli anni '90 altri sette paesi si sono mossi, almeno parzialmente, nella stessa direzione. A conferma di come vada ormai delineandosi un vero e proprio "modello previdenziale latinoamericano", va inoltre rilevato che nell'ultimo biennio sono stati approvati, o sono in via di definizione, provvedimenti di introduzione di un regime obbligatorio a capitalizzazione privata anche in numerosi altri stati dell'area⁸.

Al fine di poter valutare pregi e difetti del modello multi-pilastro e delle sue specifiche realizzazioni, si passa pertanto ad analizzare in maniera approfondita le caratteristiche delle riforme previdenziali degli stati dell'America Latina.

⁷ Per un'analisi delle riforme previdenziali attuate nei paesi dell'ex blocco socialista si veda Lindeman, Rutkowski e Sluchynskyy (2000).

⁸ In Costa Rica, Repubblica Dominicana, Ecuador e Nicaragua è stata recentemente approvata l'introduzione obbligatoria del pilastro privato a capitalizzazione, mentre in Brasile, Venezuela, Guatemala, Honduras e Panama sono allo studio, in fase abbastanza avanzata, progetti di sostituzione parziale del sistema pubblico a ripartizione. A tale proposito si veda Fiap (2002).

Quadro sinottico dei sistemi previdenziali dei paesi dell'America Latina che hanno introdotto la capitalizzazione obbligatoria

	Cile	Perù	Colombia	Argentina	Uruguay	Messico	Bolivia	El Salvador
Anno della riforma	1981	1993	1994	1994	1996	1997	1997	1998
Sistema previdenziale a regime	Pilastro unico a capitalizzazione privata	Pilastro unico, con possibilità di scelta fra il sistema pubblico <i>payg</i> e quello privato a capitalizzazione	Pilastro unico, con possibilità di scelta fra il sistema pubblico <i>payg</i> e quello privato a capitalizzazione	Sistema multipilastro: primo pilastro pubblico <i>payg</i> obbligatorio e con prestazioni in somma fissa; secondo pilastro obbligatorio con possibilità di scelta fra sistema pubblico a benefici definiti e sistema privato a contribuzione definita	Sistema multipilastro: primo pilastro pubblico <i>payg</i> obbligatorio; secondo pilastro privato a contribuzione definita, obbligatorio solo per individui ad alto reddito, opzionale per gli altri	Pilastro unico a capitalizzazione privata	Pilastro unico a capitalizzazione privata	Pilastro unico a capitalizzazione privata
Sistema pubblico <i>payg</i> a regime	Chiuso (si estingue gradualmente)	Aperto con partecipazione su base opzionale	Aperto con partecipazione su base opzionale	Aperto con partecipazione obbligatoria	Aperto con partecipazione obbligatoria	Chiuso (la chiusura è immediata al momento della riforma)	Chiuso (la chiusura è immediata al momento della riforma)	Chiuso (si estingue gradualmente)
Debito pensionistico implicito al momento della riforma (% del PIL)	126.0	37.0	86.0	Non disponibile (ma stimato in ogni caso di entità superiore al Pil)	214.0	141.5	40.0	non disponibile
Aliquota contributiva (% del salario) a carico del lavoratore	10.0	10.0	10.0	11.0 (ridotta nel 2001 al 5% a causa della crisi)	12.3	8.0	10.0	10.0
Iscrizione dei nuovi lavoratori al sistema a capitalizzazione	Obbligatoria	Volontaria (e possono tornare al sistema pubblico entro i primi due anni dopo che hanno optato per il privato)	Volontaria (e possono tornare al sistema pubblico ogni 3 anni anche dopo che hanno optato per il privato)	Volontaria (e possono tornare al sistema pubblico entro i primi due anni dopo che hanno optato per il privato)	Volontaria (obbligatoria solo per individui a reddito alto)	Obbligatoria	Obbligatoria	Obbligatoria
Iscrizione al sistema a capitalizzazione di chi già lavorava momento della riforma	Volontaria (ma non possono tornare al sistema pubblico una volta optato per il privato)	Volontaria (e possono tornare al sistema pubblico entro i primi due anni dopo che hanno optato per il privato)	Volontaria (e possono tornare al sistema pubblico ogni 3 anni anche dopo che hanno optato per il privato)	Volontaria (e possono tornare al sistema pubblico entro i primi due anni dopo che hanno optato per il privato)	Obbligatoria per chi ha meno di 40 anni e supera una soglia di reddito	Obbligatoria	Obbligatoria	Obbligatoria per chi ha meno di 35 anni, volontaria per gli altri

	Cile	Perù	Colombia	Argentina	Uruguay	Messico	Bolivia	El Salvador
Compensazione dei contributi, versati in passato al <i>payg</i> , per chi passa al nuovo sistema	Buoni di riconoscimento (saggio di rendimento annuo reale del 4%)	Buoni di riconoscimento (saggio di rendimento annuo reale dello 0%)	Buoni di riconoscimento (saggio di rendimento annuo reale del 3%)	Pensione compensativa pagata dal primo pilastro	Nessuna compensazione	Opzione di rientro al sistema pubblico al momento del pensionamento	Pensione compensativa universale " <i>Bonosol</i> " pagata a 65 anni a chi aveva almeno 21 anni di età al momento della riforma	Buoni di riconoscimento
Possibilità di trasferimento fra i fondi pensione (AFP ¹)	Fino a 2 volte l'anno	Fino a 2 volte l'anno	Fino a 2 volte l'anno	Fino a 2 volte l'anno	Fino a 2 volte l'anno	1 volta l'anno	1 volta l'anno (dal 2000, prima vietato il trasferimento fra fondi)	Fino a 2 volte l'anno
Saggio di rendimento minimo garantito agli iscritti ai fondi pensione	Calcolato in termini relativi (basato sulla performance media delle AFP)	Non ancora regolamentato	Calcolato in termini relativi (basato sulla performance media delle AFP)	Calcolato in termini relativi (basato sulla performance media delle AFP)	Calcolato in termini assoluti	Assente	Assente	Calcolato in termini relativi (basato sulla performance media delle AFP)
Pensione minima garantita	Dopo 20 anni di periodo contributivo	Dopo 20 anni di periodo contributivo, ma non ancora regolamentata	Dopo 23 anni di periodo contributivo	Dopo 30 anni di periodo contributivo	Dopo 35 anni di periodo contributivo	Dopo 25 anni di periodo contributivo	Non è prevista la garanzia di una pensione minima	Dopo 25 anni di periodo contributivo
Opzioni di erogazione della rendita previdenziale	Libera scelta fra ritiro programmato del capitale (<i>phased withdrawal</i>) e vitalizio (<i>annuity</i>)	Libera scelta fra ritiro programmato del capitale (<i>phased withdrawal</i>) e vitalizio (<i>annuity</i>)	Libera scelta fra ritiro programmato del capitale (<i>phased withdrawal</i>) e vitalizio (<i>annuity</i>)	Libera scelta fra ritiro programmato del capitale (<i>phased withdrawal</i>) e vitalizio (<i>annuity</i>)	Acquisto obbligatorio di un vitalizio (<i>annuity</i>)	Libera scelta fra ritiro programmato del capitale (<i>phased withdrawal</i>) e vitalizio (<i>annuity</i>)	Libera scelta fra ritiro programmato del capitale (<i>phased withdrawal</i>) e vitalizio (<i>annuity</i>)	Libera scelta fra ritiro programmato del capitale (<i>phased withdrawal</i>) e vitalizio (<i>annuity</i>)
Ruolo dell'operatore pubblico nel sistema pensionistico a regime	Regolamentazione, supervisione e offerta pensione minima e assistenza sociale (agli anziani privi di requisiti contributivi)	Regolamentazione, supervisione e offerta pensione minima e assistenza sociale (agli anziani privi di requisiti contributivi), e gestione del primo pilastro <i>payg</i> , esistente su base volontaria	Regolamentazione, supervisione e offerta pensione minima e assistenza sociale (agli anziani privi di requisiti contributivi), e gestione del primo pilastro <i>payg</i> , esistente su base volontaria	Regolamentazione, supervisione e offerta pensione minima e assistenza sociale (agli anziani privi di requisiti contributivi), e gestione del primo pilastro con pensione in somma fissa e del secondo pilastro opzionale a benefici definiti	Regolamentazione, supervisione e offerta pensione minima e assistenza sociale (agli anziani privi di requisiti contributivi), e gestione del primo pilastro <i>payg</i>	Regolamentazione, supervisione e offerta pensione minima e assistenza sociale (agli anziani privi di requisiti contributivi), e gestione del primo pilastro <i>payg</i>	Regolamentazione, supervisione e offerta del reddito compensativo (<i>Bonosol</i>) per chi lavorava al momento della riforma, e assistenza sociale (agli anziani privi di requisiti contributivi)	Regolamentazione, supervisione e offerta pensione minima e assistenza sociale (agli anziani privi di requisiti contributivi)

Fonti: informazioni desunte da Queisser (1998 e 1999), Devesa Carpio-Vidal Melia (2002), Eisen (2000), Williamson (1999), Amato-Marè (2001), Palacios-Whitehouse (1998).

¹ Nei paesi latinoamericani i fondi pensione sono definiti *Administradoras de Fondos de Pensiones* (AFP).

3. Le riforme in America Latina

Come rilevato in precedenza, il Cile è stato, nel 1981, il primo paese ad introdurre un sistema a capitalizzazione completa a gestione privata; in seguito all'esperienza cilena, ed anche ai suggerimenti delle più autorevoli istituzioni internazionali, negli anni '90 altri sette paesi dell'area latinoamericana hanno approvato riforme previdenziali nelle quali si è affidata all'industria dei fondi pensioni privati la gran parte, se non la totalità, della responsabilità della gestione previdenziale. Dal quadro sinottico possono osservarsi le caratteristiche dei sistemi previdenziali istituiti mediante tali riforme⁹.

A seconda delle modalità di introduzione del pilastro a capitalizzazione, i paesi possono essere suddivisi in 4 gruppi differenti. In Messico e Bolivia si è decisa una transizione immediata al sistema privato, tutti i lavoratori sono stati infatti obbligati ad aderire al nuovo schema. In Cile e in Salvador la transizione si realizza invece in modo graduale, dato che, nonostante a regime sia previsto un modello a capitalizzazione completa, il passaggio al nuovo sistema è stato reso obbligatorio in Cile solamente per chi ha iniziato a lavorare dopo il 1981, e in Salvador per tutti coloro che avevano meno di 35 anni al momento della riforma. In Colombia e Perù, invece, anche a regime è stabilita la sopravvivenza del sistema pubblico a ripartizione, e tutti i lavoratori possono scegliere a quale schema aderire. In Argentina e Uruguay, infine, è stato istituito un vero e proprio sistema multi-pilastro, dal momento che lo schema a capitalizzazione è stato costituito in aggiunta, e non in sostituzione completa, di quello a ripartizione¹⁰.

La mancata uniformità del modello di riforma adottato nei diversi paesi dipende principalmente dalla dimensione del debito previdenziale implicito al momento della transizione¹¹ e dal grado di opposizione sociale al cambiamento. I paesi con un debito

⁹ Per informazioni più dettagliate sui sistemi previdenziali latinoamericani si vedano Queisser (1998 e 1999), Amato e Marè (2001) e Devesa Carpio e Vidal Melia (2002); in riferimento alla sola riforma cilena si vedano invece Eisen (2000) e Williamson (1999).

¹⁰ In Uruguay sono obbligati ad aderire al pilastro a capitalizzazione unicamente gli individui di meno di 40 anni al momento della riforma e con un reddito superiore ad una determinata soglia, mentre in Argentina tutti i lavoratori possono scegliere se aderire, in aggiunta al primo pilastro pubblico, che fornisce prestazioni in somma fissa, ad uno schema pubblico *payg* a benefici definiti o ad uno a capitalizzazione privata ed a contributi definiti.

¹¹ Il debito implicito è definito come l'ammontare dei diritti pensionistici acquisiti da chi ha versato contributi al sistema a ripartizione. Dopo la transizione alla capitalizzazione (sistema nel quale, a differenza di quello alternativo, i versamenti non sono trasferiti immediatamente alla generazione anziana, ma sono accumulati in un conto individuale) vanno reperite le risorse per finanziare le prestazioni dei pensionati correnti e compensare i lavoratori che aderiscono al nuovo regime per i contributi versati a quello precedente. L'ammontare di tali risorse costituisce il cosiddetto "costo di transizione" dalla ripartizione alla capitalizzazione. Oltre che dal numero di pensionati, le dimensioni di tale costo dipendono dal modo in cui vengono calcolate le prestazioni compensative dei lavoratori che aderiscono al nuovo sistema e dal grado di adesione ad esso; gli oneri dipendono pertanto dalla specifica strategia prescelta per l'introduzione di una componente a capitalizzazione, e sono ovviamente minori laddove si attui una transizione parziale o graduale; per un'analisi dettagliata del modo in cui nei paesi latinoamericani si è affrontata la problematica dei costi di transizione si veda Queisser (1998 e 1999).

previdenziale molto elevato, quali Argentina, Uruguay e Cile, a causa dell'entità dei costi che avrebbero dovuto sopportare se avessero scelto una transizione completa e immediata al nuovo regime, hanno preferito introdurre solo parzialmente o gradualmente lo schema a capitalizzazione, mentre in Bolivia la scarsa entità del debito implicito ha consentito il passaggio immediato alla capitalizzazione. Un caso a parte è invece rappresentato dal Messico, paese che, nonostante l'entità del debito, ha obbligato tutti i lavoratori a passare al nuovo sistema, ma che ha ridotto i costi di transizione offrendo a tutti coloro che già lavoravano al momento della riforma, anziché un meccanismo di compensazione per i contributi versati al precedente sistema, di poter optare, al pensionamento, per il sistema pubblico¹².

Fatta eccezione per il Cile, paese in cui, va ricordato, la riforma è stata attuata durante la dittatura militare, il tipo di regime previdenziale adottato è stato influenzato anche dal grado di opposizione sociale al cambiamento; in Colombia e Perù, ad esempio, nonostante le dimensioni non drammatiche del debito implicito, un forte dissenso ha impedito l'eliminazione del precedente sistema, mentre in Messico per i lavoratori pubblici è rimasto in vigore il precedente, e vantaggioso, sistema *payg*. Va altresì evidenziato come, in tutti gli otto paesi considerati, i militari non siano stati inclusi nella riforma previdenziale ed abbiano mantenuto i privilegi del precedente sistema a benefici definiti.

Per attenuare l'opposizione alla riforma, eccetto che in Uruguay, dove la componente privata obbligatoria è di dimensioni molto limitate, si è ovunque scelto di compensare, per i contributi versati in precedenza, i lavoratori che hanno aderito al nuovo schema. In Cile, Perù, Colombia e Salvador sono stati emessi a tal fine dei "buoni di riconoscimento", titoli che il lavoratore può convertire in liquidi al momento del pensionamento, in Argentina e Bolivia viene pagata una "pensione compensativa", mentre in Messico, come spiegato in precedenza, si è offerta la possibilità di tornare al sistema a ripartizione.

Con l'eccezione di Messico e Salvador, con la riforma è stata eliminata la contribuzione da parte dei datori di lavoro¹³. In tutti i paesi in esame i lavoratori versano un'ulteriore quota contributiva (pari a circa il 3% del salario) per l'acquisto dell'assicurazione

¹² Nel caso in cui l'ammontare accumulato presso i fondi pensione si riveli inferiore a quello cui avrebbero avuto diritto nel vecchio sistema, gli individui possono infatti tornare al sistema pubblico, e le risorse accumulate presso il fondo pensione vengono affidate allo stato, che si occupa poi dell'erogazione delle prestazioni. Questa opzione è stata ovviamente scelta da tutti i lavoratori più anziani, che non hanno avuto tempo sufficiente per accumulare nei conti individuali risorse maggiori di quelle garantite dallo schema a ripartizione; l'idea di obbligare tutti, anche i più anziani, a versare contributi nei fondi privati, per poi tornare al sistema pubblico, ha comportato ingenti costi amministrativi.

¹³ Con l'eccezione dell'Argentina, l'adesione dei lavoratori autonomi al sistema a capitalizzazione è ovunque su base opzionale.

obbligatoria per invalidità e superstiti ed il pagamento delle spese di gestione del fondo pensione.

Come si evidenzia nel quadro sinottico, solamente in Argentina e Uruguay è rimasta una componente previdenziale pubblica su base universale; negli altri paesi tale componente è divenuta residuale (laddove fornisce un reddito assistenziale a chi non accumula un capitale adeguato nel fondo privato) o opzionale (in Perù e Colombia).

Nonostante si sia ovunque incrementata la responsabilità privata nella gestione dei servizi previdenziali, l'operatore pubblico ha in ogni caso mantenuto un importante ruolo di regolamentazione del settore privato e di garanzia delle prestazioni erogate.

Nella maggior parte dei paesi in questione lo stato garantisce sia un'integrazione alla pensione minima a chi, dopo aver contribuito al sistema privato per un determinato numero di anni, non ha accumulato risorse tali da poter ricevere almeno tale pensione, sia un reddito assistenziale, di importo inferiore alla prestazione minima, a chi non ha i requisiti contributivi per acquisire il diritto al beneficio minimo. Va tuttavia evidenziato come ambedue le prestazioni assistenziali siano di importo molto limitato; in Cile, ad esempio, nel 1998 la pensione minima e l'erogazione assistenziale erano pari, rispettivamente, al 26% e al 12% del reddito mensile medio.

In tutti i paesi esaminati l'operatore pubblico svolge inoltre un ruolo di regolamentazione dei fondi pensione (in spagnolo *Administradoras de Fondos de Pensiones* – AFP), vincolandone la struttura, le strategie di allocazione di portafoglio e gli stessi rendimenti¹⁴.

La regolamentazione della struttura del mercato e la fissazione dei vincoli di portafoglio sono ovunque molto simili; in particolare, per evitare conflitti di interesse, si è consentito alle AFP di agire unicamente sul mercato previdenziale e si è vietata alle società bancarie ed assicurative l'organizzazione di fondi pensione, e, per ridurre la complessità dell'offerta previdenziale, si è deciso che ogni AFP può detenere un unico fondo pensione (si sono in altri termini vietati i cosiddetti fondi multi-comparto). L'operatore pubblico ha poi fissato vincoli di portafoglio abbastanza stringenti concernenti le percentuali di patrimonio massime e minime che un'AFP può investire nelle varie classi di titoli; ad esempio, inizialmente, i fondi pensione sono stati obbligati ad investire delle quote minime in titoli di stato e sono stati vietati gli investimenti in azioni nazionali ed in titoli esteri. Tali vincoli, seppur ancora esistenti, sono stati allentati nel corso degli anni

Nella maggior parte dei paesi, seguendo l'esempio cileno, il governo ha inoltre fissato un saggio di rendimento minimo da conseguire annualmente sugli investimenti

¹⁴ Per un'analisi approfondita della regolamentazione del settore previdenziale privato nei paesi dell'America Latina, si vedano Srnivas, Whitehouse e Yermo (2000) e Iglesias e Palacios (2000).

previdenziali, ed ha garantito la sua corresponsione nel caso (mai verificatosi finora) in cui una AFP non fosse in grado di accreditare sui conti individuali almeno tale minimo. Va inoltre rilevato come, eccezion fatta per l'Uruguay, ovunque sia consentito ricevere le rendite previdenziali o attraverso l'acquisto di un vitalizio (*annuity*), o mediante una serie di ritiri programmati delle somme accumulate nel conto individuale.

Si può infine notare che, tranne in Bolivia, in tutti i paesi in questione il settore previdenziale privato è stato organizzato offrendo agli individui la possibilità di scegliere liberamente a quale fondo pensione aderire (le AFP competono liberamente fra loro per attrarre iscritti, i quali, generalmente, possono cambiare fondo fino a due volte l'anno). In Bolivia, anziché una concorrenza nel mercato, lo stato ha invece deciso di istituire una "concorrenza per il mercato" ed ha affidato la gestione previdenziale a due AFP scelte, mediante un'asta, sulla base dei costi amministrativi; i lavoratori non sono stati inizialmente liberi di scegliere a quale dei due fondi aderire, ma sono stati iscritti automaticamente ad uno di essi a seconda della loro zona di residenza.

Dopo aver descritto le caratteristiche essenziali dei sistemi previdenziali adottati nei paesi latinoamericani, si passa di seguito a valutare, anche in base a quanto emerge dalla letteratura economica, l'esperienza di tali paesi.

4. I sistemi a capitalizzazione privata e l'esperienza latinoamericana

Le riforme previdenziali possono essere valutate sia dal punto di vista microeconomico, in relazione all'impatto sui tassi di rendimento e sui rischi cui sono esposti i partecipanti agli schemi pensionistici, sia dal punto di vista macroeconomico, con riferimento all'influenza sul tasso di risparmio nazionale e sul funzionamento dei mercati del lavoro e dei capitali.

I fattori della transizione - da un sistema pubblico a ripartizione a prestazione definita ad uno privato a capitalizzazione a contribuzione definita - rilevano come essa possa garantire ai lavoratori un incremento del saggio di rendimento sui risparmi previdenziali e possa al contempo, eliminando le inefficienze e le iniquità del precedente sistema, contribuire a stimolare la crescita economica¹⁵. Nella presente sezione si analizzano le conseguenze dell'introduzione di uno schema a capitalizzazione privato a partire dalle principali considerazioni teoriche emerse in letteratura (distinguendo fra effetti micro e macroeconomici), e in base all'evidenza empirica mostrata dall'esperienza dei paesi latinoamericani che hanno adottato tale schema.

¹⁵ Si vedano James (1997), Feldstein (1974, 1995 e 1998), Gruber e Wise (1999), e Mitchell e Zeldes (1996).

4.1 Gli effetti microeconomici

In letteratura si ritiene, solitamente, che uno schema a capitalizzazione sia in grado di fornire ai propri partecipanti un saggio di rendimento maggiore di quello ottenibile in uno a ripartizione. Mentre con il primo schema si consegue idealmente il tasso di mercato, il rendimento implicito in un sistema a ripartizione è approssimabile dalla crescita del reddito aggregato¹⁶; dall'osservazione, negli ultimi decenni, di saggi di mercato maggiori dei tassi di crescita del PIL si deduce la convenienza dell'investimento sul mercato dei versamenti contributivi. Tale conclusione vale tuttavia solo in prima approssimazione, dal momento che, in una corretta comparazione fra gli schemi pensionistici, oltre al mero confronto dei due tassi summenzionati, vanno presi in considerazione sia la valutazione dei rischi differenziali dei diversi schemi, sia i due rilevanti problemi dei costi di transizione dalla ripartizione alla capitalizzazione e dei costi amministrativi dei sistemi organizzati mediante fondi pensione privati¹⁷.

Si dimostra a tale proposito¹⁸ che, anche ipotizzando una differenza positiva fra saggio di interesse e tasso di crescita del reddito nazionale, se la transizione è finanziata emettendo debito pubblico, i rendimenti dei due sistemi pensionistici sono equivalenti (a quello della capitalizzazione va infatti sottratto il costo del servizio del debito), mentre se essa è finanziata attraverso una maggiore tassazione corrente, le generazioni future otterranno sì un incremento del saggio di rendimento del sistema previdenziale, ma a discapito di quelle di transizione, che se ne vedranno corrispondere uno inferiore a quello implicito nel sistema *payg*. A causa degli inevitabili costi di transizione, il passaggio alla capitalizzazione non è pertanto in grado di garantire un incremento generalizzato dei rendimenti previdenziali e non va ritenuto efficiente in senso paretiano.

Si ritiene inoltre, comunemente, che i sistema previdenziali a capitalizzazione privata siano contraddistinti da un livello di costi di gestione particolarmente elevato e ben superiore a quello che caratterizza gli schemi a ripartizione¹⁹; tenuto conto di ciò, andrebbe allora ulteriormente, e significativamente, attenuato il vantaggio, in termini di rendimenti, attribuito alla capitalizzazione.

Il confronto fra sistemi previdenziali non può inoltre essere condotto senza che si esamini il modo in cui i diversi regimi pensionistici sono in grado di fronteggiare tre diverse tipologie di rischio: economico (concernente l'andamento dell'economia, dei

¹⁶ Si vedano, a tale proposito, Aaron (1966) e Samuelson (1958).

¹⁷ Per una comparazione dei rendimenti previdenziali laddove si prendano in considerazione anche i costi amministrativi e di transizione si veda Raitano (2003).

¹⁸ Si veda Geanakoplos, Mitchell e Zeldes (1998).

¹⁹ Le analisi empiriche, basate soprattutto sulle esperienze di Cile, Stati Uniti e Gran Bretagna, sono pressoché unanimi nell'evidenziare l'elevato livello dei costi di amministrazione dei sistemi previdenziali privati. Si vedano Orszag (1999) e James, Smalhout e Vittas (2000).

mercati finanziari, e della carriera lavorativa degli individui), demografico (riguardante l'evoluzione dei tassi di natalità e mortalità della popolazione) e politico (relativo all'influenza delle decisioni dell'operatore pubblico sui parametri degli schemi previdenziali)²⁰.

Seppure mediamente più elevati del tasso di crescita economica, i rendimenti di mercato sono caratterizzati da una volatilità nettamente maggiore e da una discreta persistenza delle fasi oscillatorie del ciclo; tenuto conto dell'andamento nel tempo dei mercati finanziari, l'evidenza storica non rileva quindi una chiara superiorità di uno schema sull'altro.

Gli schemi a contribuzione definita sono inoltre caratterizzati dall'inevitabile presenza di iniquità orizzontale; in essi, infatti, individui dalle stesse caratteristiche, che versano per lo stesso periodo di tempo contributi di uguale ammontare, ricevono rendite pensionistiche differenziate a seconda del successo ottenuto dagli investimenti finanziari²¹. Un sistema previdenziale che segua rigide regole attuariali non è d'altronde interpretabile come un'assicurazione sociale, dato che ogni singolo partecipante risulta esposto ai rischi individuali (relativi alla volatilità del valore dei risparmi previdenziali e al successo della propria carriera lavorativa) senza avere la possibilità di dividerli, neanche in parte, con il gestore e con gli altri partecipanti al sistema.

Oltre che nella fase di accumulazione del patrimonio previdenziale, i partecipanti ai regimi a capitalizzazione sono esposti a rischi significativi anche durante il pensionamento, qualunque metodo di erogazione delle prestazioni scelgano. Nel caso in cui si ricevano i benefici attraverso una serie di ritiri programmati del capitale, gli individui sopportano infatti il cosiddetto "rischio di longevità", derivante dalla possibilità di consumare, a causa della propria "miopia", troppo rapidamente il capitale accumulato e di ritrovarsi pertanto in vecchiaia senza le risorse necessarie per la sussistenza, mentre qualora si acquisti un vitalizio, a meno che nei mercati finanziari

²⁰ Il grado di esposizione ai rischi economici dipende in prevalenza dal criterio di calcolo dei benefici (a differenza di quello alternativo, un sistema a prestazioni definite diversifica i rischi fra i partecipanti), il rischio demografico è influenzato dal metodo di finanziamento della spesa (a ripartizione o a capitalizzazione), ed il cosiddetto rischio politico appare in relazione al tipo di gestione previdenziale.

²¹ Burtless (2001), sulla base della serie storica dei tassi di rendimento azionari statunitensi, ha calcolato i tassi di sostituzione (ovvero il rapporto fra la pensione e l'ultimo stipendio) che avrebbe ottenuto chi fosse andato in pensione nel periodo compreso fra il 1911 e il 1999 se il sistema previdenziale statunitense fosse stato caratterizzato dalla capitalizzazione a contributi definiti, con risparmi investiti interamente in titoli azionari. A conferma di un elevato grado di iniquità orizzontale dei sistemi a capitalizzazione a contribuzione definita, Burtless ha evidenziato che, a fronte di un tasso di sostituzione medio del 52%, i benefici pensionistici dei partecipanti all'ipotetico sistema a capitalizzazione sarebbero stati caratterizzati da un'ampia variabilità; chi fosse andato in pensione nel 1921 avrebbe, ad esempio, ottenuto un tasso di sostituzione inferiore al 20%, chi si fosse ritirato nel 1969 avrebbe ricevuto una pensione di ammontare pari all'ultimo stipendio guadagnato, mentre un pensionato del 1975 sarebbe stato caratterizzato da un tasso di sostituzione del 39%

siano disponibili obbligazioni perfettamente indicizzate, i pensionati non sono perfettamente coperti dal rischio di inflazione inattesa²².

Si sostiene tuttavia spesso che, a differenza dei sistemi a ripartizione, quelli a capitalizzazione sarebbero immuni dai cosiddetti rischi demografici. Mentre l'equilibrio finanziario dei primi si fonda sulla relazione, in ogni periodo di tempo, fra contributi incassati e prestazioni erogate (i contributi versati nell'anno dai lavoratori vengono trasferiti, sotto forma di prestazioni previdenziali, alla generazione anziana) e dipende pertanto inevitabilmente dalla composizione per età della popolazione, nei sistemi a capitalizzazione è assente tale legame intergenerazionale, cosicché ogni coorte appare finanziarsi le proprie pensioni indipendentemente dalle dimensioni di quelle precedenti e successive. Va tuttavia notato come, anche in un sistema a capitalizzazione, l'invecchiamento della popolazione possa alterare la dimensione delle rendite previdenziali; qualora un'ampia coorte di anziani si trovasse infatti a vendere il proprio patrimonio previdenziale ad una generazione giovane poco numerosa, l'eccesso di offerta di titoli che ne scaturirebbe comporterebbe una riduzione del loro prezzo e, di conseguenza, del tenore di vita dei pensionati. In altri termini, le prestazioni offerte da ogni sistema pensionistico, al di là del metodo di finanziamento adottato, dipendono in modo cruciale, più che dalla composizione per età della popolazione, dal livello del reddito aggregato²³.

Nella comparazione fra sistemi previdenziali, numerosi autori²⁴ tendono inoltre a contrapporre ai rischi finanziari, tipici dei regimi in cui i risparmi contributivi sono investiti nei mercati dei capitali, i cosiddetti rischi politici (relativi all'influenza delle scelte dell'operatore pubblico sui parametri degli schemi previdenziali), e sottolineano come, anche in sistemi immuni alle oscillazioni dei titoli, l'importo futuro della rendita pensionistica non sia prevedibile e certo, dato che può essere modificato in misura significativa dall'intervento pubblico.

Sulla base della considerazione che gli iscritti ai fondi pensione detengono diritti di proprietà sui propri risparmi contributivi, si afferma invece che lo stato non sarebbe propenso ad interferire nel funzionamento di un sistema a capitalizzazione privato. Un

²² Sui rischi connessi alla fase di erogazione delle prestazioni si veda Palacios e Rofman (2001).

²³ Nell'analisi del rischio demografico, Barr (2001) e Pizzuti (1995) rilevano infatti come, qualunque sia il regime previdenziale, i lavoratori possano assicurarsi il consumo, da anziani, unicamente mediante lo scambio di parte della produzione corrente con un diritto sulla produzione futura. I sistemi previdenziali differiscono pertanto soltanto nel modo in cui si fa valere tale diritto (mediante cioè un trasferimento diretto dai contribuenti ai pensionati o indiretto e mediato dallo scambio sul mercato degli *assets* previdenziali), dato che, in ognuno di essi, le possibilità di consumo degli anziani dipendono sempre dal reddito corrente; un incremento del tasso di dipendenza degli anziani che riduca il reddito aggregato comporta pertanto, anche in sistemi a capitalizzazione, un'inevitabile riduzione delle prestazioni pensionistiche.

²⁴ Si vedano, tra gli altri, Amato e Marè (2001), Disney (1999), Holzmann (1997) e James (1999).

intervento pubblico che mutasse le regole alla base della capitalizzazione, intaccando diritti di proprietà individuali, sarebbe infatti ritenuto improprio, ben più visibile di uno rivolto a rivedere le formule a prestazione definita, e molto costoso per il governo in termini di perdita di consenso.

In realtà è evidente come qualsiasi sistema previdenziale sia influenzato dalle decisioni dell'operatore pubblico e sia di conseguenza sempre esposto al rischio politico. A tale proposito, va ricordato che, negli schemi a capitalizzazione privata, le amministrazioni pubbliche svolgono un fondamentale ruolo di regolamentazione del settore dei fondi pensione e possono pertanto alterare significativamente con la propria azione i risultati degli investimenti finanziari. Anche i sistemi a capitalizzazione privata appaiono quindi inevitabilmente esposti all'influenza politica ed al connesso rischio di "fallimento dello stato". Appare pertanto contraddittoria la posizione di chi, auspicando il passaggio a un regime privato anche al fine di ridurre il rischio politico, considera evidentemente l'operatore pubblico inefficiente ed inaffidabile come gestore del sistema previdenziale, ma perfettamente capace di regolamentare e supervisionare il settore privato.

Un'ulteriore critica che parte dalla considerazione dell'influenza del potere politico sul funzionamento del regime pensionistico, pone in discussione le effettive capacità redistributive dei sistemi previdenziali a benefici definiti. Si ritiene infatti che, a causa della differente pressione dei gruppi di interessi, nella maggior parte dei paesi si siano disegnati sistemi previdenziali che hanno avvantaggiato in misura relativamente maggiore non gli individui a basso reddito, ma quelli appartenenti alle fasce medio-alte. Secondo molti commentatori²⁵, nei paesi latinoamericani proprio le evidenti iniquità, le redistribuzioni arbitrarie e le connesse inefficienze dei precedenti sistemi a ripartizione (manifestatesi ad esempio in un legame molto lasco fra contributi e prestazioni, che induceva molti lavoratori ad evadere) rappresentano alcune delle cause principali della crisi che ha indotto ad adottare riforme strutturali dei sistemi previdenziali.

4.2 Gli effetti macroeconomici

In letteratura si ritiene da più parti che l'adozione di un sistema a capitalizzazione possa contribuire a ridurre le inefficienze presenti nei mercati e generare, attraverso ricadute di carattere macroeconomico, incrementi del tasso di crescita del reddito nazionale.

Da questo punto di vista si assiste, nel dibattito corrente, ad una sorta di rovesciamento dell'importanza degli obiettivi da perseguire attraverso l'istituzione previdenziale. Mentre in passato si è affidato a tale istituzione il compito prioritario di garantire alla popolazione anziana un reddito stabile e sicuro, cercando al contempo di minimizzare

²⁵ Si vedano Holzmann (1997), James (1997) e Queisser (1998 e 1999).

gli effetti distorsivi sul sistema economico degli schemi pensionistici, l'attenzione sembra ora posta in prevalenza proprio sull'ottica di tipo macroeconomico, cosicché gli obiettivi previdenziali appaiono secondari, ed il sistema pensionistico viene ad essere interpretato principalmente come uno strumento atto a consentire il perseguimento dell'obiettivo finale della maggior crescita economica.

In tale quadro, si nota in primo luogo come la riforma in esame possa contribuire a ridurre le distorsioni presenti da ambo i lati del mercato del lavoro. Dal lato della domanda si osserva che il supposto incremento dei tassi di rendimento previdenziali, conseguente all'introduzione di un sistema a capitalizzazione, dovrebbe consentire di ridurre le aliquote contributive e il costo del lavoro, e potrebbe quindi incentivare le imprese ad aumentare la domanda di manodopera e ridurre la partecipazione all'economia sommersa. Dal lato dell'offerta si evidenzia altresì come, in uno schema caratterizzato dallo stretto legame attuariale fra versamenti e prestazioni, i contributi non siano assimilabili ad un'imposta, ma ad una forma di risparmio obbligatorio. Ciò potrebbe indurre gli individui ad incrementare l'offerta di lavoro e ridurre l'evasione contributiva e la partecipazione al settore informale. Come si vedrà successivamente, soprattutto in paesi caratterizzati da mercati del lavoro altamente imperfetti, l'incremento dell'equità attuariale e la riduzione degli oneri contributivi non appaiono tuttavia sufficienti a ridurre in maniera significativa il peso dell'economia sommersa.

In secondo luogo, la principale motivazione di carattere macroeconomico, sostenuta dai fautori della riforma in esame, consiste nella supposta capacità dei sistemi a capitalizzazione di indurre una crescita del tasso di risparmio tale da generare, mediante un incremento degli investimenti, un significativo aumento del reddito nazionale²⁶. Si evidenzia infatti che, mentre in un sistema a ripartizione i contributi dei lavoratori sono immediatamente trasferiti come prestazioni ai pensionati, in un sistema a capitalizzazione i versamenti previdenziali vengono accumulati e investiti sul mercato e consentono la formazione di uno stock di risparmio aggregato. Va tuttavia rilevato che, nonostante in assenza di schemi previdenziali l'introduzione di un sistema a capitalizzazione sembri indurre un tasso di risparmio maggiore di quello ottenibile tramite lo schema alternativo, nel caso di transizione dalla ripartizione alla capitalizzazione la relazione fra regime pensionistico e livello di risparmio risulta indeterminata²⁷.

²⁶ Qualora si abbandoni un'ottica di analisi economica neoclassica, la stessa relazione fra risparmio ed investimenti è controversa; l'esistenza di una stabile relazione positiva fra risparmio ed investimenti è stata infatti fortemente criticata dalla corrente neo-ricardiana. Per un'analisi di impostazione neo-ricardiana delle riforme previdenziali si veda Cesaratto (2003).

²⁷ Si evidenzia infatti, in prima approssimazione (e tralasciando l'analisi dello spiazzamento dei risparmi volontari a fini previdenziali), che, mentre l'introduzione *ex novo* di uno schema a capitalizzazione consentirebbe di creare uno stock di capitale, un sistema *payg* non darebbe vita a nuovo risparmio, dato

Va infine rilevato come, alcuni autori ritengono che, indipendentemente dagli effetti sul tasso di risparmio nazionale, l'introduzione di un sistema a capitalizzazione a gestione privata potrebbe contribuire allo sviluppo dei mercati dei capitali e stimolare, in tal modo, una significativa crescita del reddito aggregato²⁸. Si ritiene, a tale proposito, che la presenza di investitori istituzionali, quali i fondi pensione, possa contribuire a migliorare il funzionamento dei mercati dei capitali in diversi modi: aumentandone il grado di stabilità, liquidità ed efficienza, riducendo i costi di transazione, favorendo il processo di innovazione finanziaria, e, soprattutto, incrementando la disponibilità di risorse investibili in progetti a lungo termine. In un contesto istituzionale di libera concorrenza fra i fondi pensione, risulta tuttavia poco probabile che venga stimolato un significativo incremento degli investimenti di lungo periodo, dal momento che, per attrarre il maggior numero di iscritti e non perdere clienti, i fondi sono indotti a massimizzare i rendimenti a breve, anziché a scegliere l'allocazione di portafoglio ottimale nel lungo termine²⁹.

4.3 Una valutazione dell'esperienza latinoamericana

Come rilevato nella precedente sezione, nella teoria economica non esiste un consenso unanime riguardo agli effetti dell'introduzione di un sistema a capitalizzazione privato, a contribuzione definita. Di seguito si passa a valutare le conseguenze di tale introduzione sulla base dell'esperienza dei paesi dell'America Latina che hanno abbandonato, almeno parzialmente, il regime a ripartizione pubblico a prestazione definita.

Le riforme previdenziali latinoamericane sono recenti; non si ha pertanto a disposizione un tempo di osservazione sufficiente per valutare appieno il loro impatto, soprattutto dal punto di vista distributivo. Per giudicare in maniera compiuta il modo in cui il regime previdenziale influisce sulle condizioni di vita degli anziani, bisogna infatti attendere che si ritirino i primi lavoratori che hanno contribuito interamente al nuovo sistema (il tempo di osservazione adeguato è pertanto di almeno quarant'anni dall'introduzione

che i contributi verrebbero versati immediatamente a fini di consumo alla generazione anziana. Per valutare l'impatto sul risparmio aggregato (pubblico e privato) della transizione alla capitalizzazione, è invece cruciale esaminare i due modi principali in cui si possono finanziare i costi di tale transizione: se essi vengono coperti mediante l'emissione di debito pubblico, all'aumento del risparmio privato, conseguente alla formazione dei conti previdenziali individuali, si accompagna una contestuale ed analoga riduzione del risparmio pubblico; se invece la transizione viene finanziata da una maggiore tassazione, si ottiene un incremento del risparmio nazionale. E' tuttavia evidente che, in quest'ultimo caso, l'incremento dei risparmi nazionali, più che dagli effetti della riforma previdenziale, verrebbe a dipendere dalla riduzione dei consumi individuali indotta dalla maggiore imposizione fiscale. A tale proposito si vedano Feldstein (1974), Meckenzie, Gerson e Cuevas (1997) e Orszag e Stiglitz (2001).

²⁸ Si veda Walker e Lefort (2001).

²⁹ Si veda a tale proposito Fassina (2001).

della riforma), mentre attualmente tutti gli schemi si trovano ancora nella fase di accumulazione del patrimonio previdenziale.

Nel caso del Cile, dove il regime a capitalizzazione è in vigore da più di vent'anni, si ha tuttavia a disposizione un intervallo di tempo adeguato per valutare alcuni effetti macroeconomici. Sebbene, nell'ultimo ventennio, si sia registrato un significativo incremento dei tassi di risparmio e di crescita del reddito nazionale, appare molto complesso valutare quanta parte di tale crescita sia stata indotta dalla riforma previdenziale, dal momento che in Cile essa è stata inserita in un quadro di numerosi cambiamenti strutturali del sistema economico.

Nonostante le difficoltà appena esposte, dall'osservazione dell'esperienza latinoamericana è possibile trarre alcuni elementi utili per inferire il modo in cui i sistemi privati a capitalizzazione, a contribuzione definita, possono influenzare la sicurezza economica dei cittadini.

Ci si concentra pertanto prevalentemente su tematiche di stampo microeconomico e distributivo, concernenti, in particolare, i tassi di rendimento, i costi amministrativi, il funzionamento del settore della previdenza privata, ed il tasso di partecipazione al sistema pensionistico.

In primo luogo, dall'osservazione delle tabelle 2 e 3, si può notare come i tassi di rendimento dei sistemi a capitalizzazione siano stati ovunque molto elevati e maggiori dei saggi di crescita del PIL. Va tuttavia evidenziato come, successivamente alla "crisi messicana" del 1995, i rendimenti di mercato abbiano registrato una diminuzione generalizzata, accentuatasi ulteriormente nel 1998 (anno della "crisi russa") e dopo il 2000, quando è iniziata l'attuale fase di difficoltà dei mercati finanziari internazionali. In Cile, ad esempio, a fronte di un rendimento medio annuo del 13,8% nel periodo 1981-1994, nell'intervallo 1995-2000 tale rendimento ha superato di poco il 4%.

Tab. 2: Tassi di rendimento reali medi annui delle AFP in Cile nel periodo 1981-2000

1981	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	2000	Media 1981-2000	Media 1981-1994	Media 1995-2000
12,6	28,8	21,3	3,5	13,4	12,3	5,4	6,4	6,9	15,5	29,7	3,1	16,2	18,2	-2,5	3,5	4,7	-1,1	16,3	4,9	11,0	13,8	4,3

Fonte: Amato e Marè (2001), Devesa Carpio e Vidal Meila (2002)

I considerevoli tassi di rendimento reali conseguiti inizialmente dalle AFP sono d'altronde derivati sia dagli elevati premi al rischio legati agli investimenti in paesi con mercati finanziari emergenti ed instabili, sia dagli alti tassi di interesse offerti ai fondi pensione, nei primi anni successivi alle riforme, dall'acquisto di titoli di stato, e non appaiono pertanto come un inequivocabile segnale di superiorità degli schemi a capitalizzazione. Va inoltre evidenziato che i rendimenti espressi nelle tabelle 2 e 3 sono

lordi, ovvero includono anche la rilevante componente dei costi amministrativi, e non rappresentano pertanto un indicatore significativo di quanto il lavoratore consegue effettivamente sui risparmi previdenziali.

Tab. 3: Tassi di rendimento reali dei sistemi privati a capitalizzazione latinoamericani

<i>Paese</i>	<i>Anno della riforma</i>	<i>Tasso di rendimento reale annuo storico¹</i>	<i>Tasso di rendimento reale nel 1999</i>	<i>Tasso di rendimento reale nel 2000</i>	<i>Tasso di rendimento reale biennale nel periodo 2000-02</i>	<i>Tasso di crescita del PIL reale annuo nel periodo 1989-99</i>
Argentina	1994	11,11	13,60	3,92	7,87	4,1
Bolivia	1997	11,10	7,64	10,91	9,60	1,8
Cile	1981	10,90	11,28	4,40	4,70	6,0
Colombia	1994	7,84	11,72	n.d.	5,65	1,6
El Salvador	1998	12,88	14,09	7,92	5,99	2,9
Messico	1997	9,47	9,35	7,21	8,09	1,1
Perù	1993	5,30	7,50	-6,74	5,19	3,3
Uruguay	1996	9,13	8,37	7,09	n.d.	3,4

Fonte: Devesa Carpio e Vidal Meila (2002), FIAP (2002), Queisser (1999)

¹ Il tasso di rendimento storico è calcolato dal momento dell'introduzione del sistema fino al 31/12/2000.

Tab. 4: Costi amministrativi dei sistemi a capitalizzazione (in percentuale dei salari)

<i>Paese</i>	<i>Commissioni di gestione lorde¹</i>	<i>Commissioni di gestione nette</i>	<i>Percentuale di riduzione del capitale finale a causa delle commissioni nette</i>
Argentina	3,25	2,30	23,00
Bolivia	2,50	0,50	9,50
Colombia	2,50	1,64	14,14
Cile	2,47	1,84	15,59
El Salvador	3,18	2,13	17,60
Perù	3,74	2,36	19,03
Messico	4,42	1,92	22,07
Uruguay	2,68	2,06	14,31

Fonte: James, Smalhout e Vittas (2000)

¹ Le commissioni lorde includono le spese per l'acquisto dell'assicurazione obbligatoria per invalidità e superstiti.

L'entità dei costi di gestione del sistema privato a capitalizzazione, evidenziata nella tabella 4, è infatti ovunque molto elevata, e pari a circa il 30% delle aliquote contributive; di conseguenza, a causa dei costi amministrativi pagati nella fase di accumulazione del patrimonio previdenziale, il capitale si riduce ovunque in misura notevole.

Per valutare l'impatto complessivo dei costi amministrativi sui rendimenti netti, alle spese di accumulazione mostrate nella tabella 4 vanno aggiunti i costi sostenuti ogni qualvolta ci si sposta da un fondo all'altro o si ricomincia a versare contributi dopo un periodo di interruzione (i cosiddetti "costi di alterazione"), quelli che si devono

soportare al momento dell'erogazione delle rendite pensionistiche, e le numerose altre tariffe che si pagano alle AFP spesso in modo poco trasparente.

Il livello dei costi amministrativi del sistema a capitalizzazione privato, che appare per altro crescente nel tempo, appare significativamente determinato dal contesto istituzionale che regola la concorrenza fra i fondi pensione³⁰.

Eccezion fatta per la Bolivia, nei paesi latinoamericani è previsto che le AFP competano liberamente fra loro per attrarre clienti, i quali, nella maggior parte dei casi, possono cambiare fino a due volte l'anno il fondo di appartenenza. Tuttavia, stante l'esistenza di una rigida regolamentazione pubblica delle scelte di portafoglio e l'obbligo di garantire ai partecipanti un tasso di rendimento minimo, i vari fondi pensione intraprendono nei fatti scelte di investimento molto simili, cosicché, per attrarre clienti, non potendo diversificare la propria offerta previdenziale, sostengono elevate spese di *marketing*, che traslano poi, sotto forma di costi amministrativi, sui loro iscritti³¹.

L'importanza del contesto istituzionale è d'altronde evidente se si osserva che in Bolivia, dove non è, per ora, prevista la possibilità per i fondi pensioni di competere per incrementare gli iscritti, i costi amministrativi sono di entità di gran lunga minore che nel resto dell'area³². In un ambito come quello previdenziale, contraddistinto da una scarsa informazione individuale sulle caratteristiche delle offerte delle varie AFP, non appare d'altronde particolarmente distorsivo limitare la possibilità di scelta dei lavoratori relativamente al fondo pensione cui aderire³³.

La diffusa presenza di costi amministrativi in somma fissa, ed il fatto che sono spesso i lavoratori a più basso salario a dover sopportare, ad esempio dopo un periodo di disoccupazione, i costi connessi all'interruzione e alla successiva ripresa dei versamenti contributivi, introducono inoltre, all'interno del settore previdenziale privato, elementi

³⁰ A proposito dell'influenza del contesto istituzionale sull'entità dei costi amministrativi si vedano Queisser (1999), James, Smalhout e Vittas (2000) e Srnivas, Whitehouse e Yermo (2000).

³¹ Srnivas, Whitehouse e Yermo (2000) rilevano come, fra le spese di gestione delle AFP, la quota degli esborsi per attività di *marketing* sia cresciuta nel decennio 1988-1997 dal 10% al 34%, e come negli stessi anni si sia registrato un intenso e irrazionale (data la similitudine dell'offerta previdenziale e la dimensione dei costi di alterazione) fenomeno di passaggio dei lavoratori da un fondo pensione all'altro.

³² James, Smalhout e Vittas (2000) mostrano come i costi amministrativi dei paesi caratterizzati da un settore previdenziale organizzato secondo il modello del "mercato al dettaglio" (fondi pensione in libera concorrenza fra loro) siano ampiamente maggiori di quelli degli stati, come la Bolivia, che hanno invece istituito il cosiddetto "mercato istituzionale" (la scelta dei lavoratori relativa al fondo cui aderire è in qualche modo limitata e i fondi pensione non devono sostenere ingenti spese di *marketing* per attrarre clienti).

³³ Loewenstein (1999) rileva che, laddove gli individui non dispongano di un'informazione completa per poter confrontare le differenti opzioni offerte, l'incremento delle capacità di scelta potrebbe comportare errori e perdite di benessere.

di regressività, che possono scoraggiare gli individui meno abbienti ad aderire al sistema a capitalizzazione³⁴.

Dal punto di vista distributivo, le maggiori preoccupazioni emergono tuttavia dall'esame dei tassi di partecipazione al sistema previdenziale, che non appaiono essere aumentati in seguito alle recenti riforme. Nei paesi latinoamericani il tasso di partecipazione, eccezion fatta per Cile, Argentina e Uruguay (dove è superiore al 60%), si mantiene ovunque intorno al 30%. Dalle tabelle 5 e 6 emerge inoltre come, per valutare l'impatto sociale degli schemi a capitalizzazione, non sia sufficiente determinare il numero di iscritti, ma occorra capire quanti di essi contribuiscano effettivamente, ed in maniera adeguata, ai fondi pensione.

Tab. 5: Iscritti e contribuenti effettivi al sistema privato in Cile nel periodo 1982-2000

<i>Anno</i>	<i>Iscritti</i>	<i>Contribuenti</i>	<i>Contribuenti/Iscritti</i>
1982	1.440.000	1.060.000	73,61
1983	1.620.000	1.229.877	75,92
1984	1.930.353	1.360.000	70,45
1985	2.283.830	1.558.194	68,23
1986	2.591.484	1.774.057	68,46
1987	2.890.680	2.023.739	70,01
1988	3.183.002	2.167.568	68,10
1989	3.470.845	2.267.622	65,33
1990	3.739.542	2.289.254	61,22
1991	4.109.184	2.486.813	60,52
1992	4.434.795	2.695.580	60,78
1993	4.708.840	2.792.118	59,30
1994	5.014.444	2.879.637	57,43
1995	5.320.913	2.961.928	55,67
1996	5.571.482	3.121.139	56,02
1997	5.780.400	3.296.361	57,03
1998	5.966.143	2.619.616	43,91
1999	6.105.731	2.690.601	44,07
2000	6.154.023	3.145.433	51,11

Fonte: Devesa Carpio e Vidal Melia (2002)

Si nota, a tale proposito, che, a fronte di un numero di partecipanti crescente, il rapporto fra contribuenti e iscritti è stato in Cile fino al 1999 in costante diminuzione, e che, tranne in Bolivia, tale rapporto nei migliori dei casi assume valori intorno al 50%. Spesso, inoltre, i versamenti contributivi effettuati sono molto esigui; in Cile, ad

³⁴ Un ulteriore elemento di regressività si nota laddove si ritiene che gli individui ad alto reddito siano meglio informati sulle caratteristiche dei mercati finanziari e compiano pertanto scelte di adesione al settore previdenziale più accurate e redditizie.

esempio, nel 1995 il 35% dei contribuenti aveva accumulato nel proprio conto previdenziale meno di 500 dollari.

Tab. 6: Iscritti e contribuenti effettivi al sistema privato nel 2002

<i>Paese</i>	<i>Iscritti</i>	<i>Contribuenti</i>	<i>Contribuenti/Iscritti</i>
Argentina	8.977.362	2.859.052	31,8
Bolivia	702.808	665.090	94,6
Cile	6.480.819	3.423.806	52,8
Colombia	4.536.993	2.207.834	48,7
El Salvador	956.583	480.768	50,3
Messico	28.044.152	12.308.700	43,9
Perù	2.877.081	1.107.821	38,5
Uruguay	606.118	316.451	52,2

Fonte: FIAP (2002)

Va ancora evidenziato come il tasso di contribuzione effettiva sia significativamente correlato col sesso e col livello di reddito individuale³⁵; appare infatti evidente che le donne e gli individui a basso salario, caratterizzati generalmente da carriere frammentate, con lunghi periodi di disoccupazione o di attività nel settore informale, tendono ad avere una minore copertura previdenziale. Sebbene, essendo i sistemi nella fase di accumulazione, non si disponga di dati certi sugli effetti distributivi della riforma, appare pertanto evidente l'insorgere, all'interno degli schemi a capitalizzazione, di fenomeni di disuguaglianza di reddito e di genere.

Nei sistemi previdenziali latinoamericani non si raggiungerebbe pertanto, per due ordini di motivi, quella neutralità distributiva che, a fronte delle sperequazioni arbitrarie di alcuni schemi a benefici definiti, è ritenuta un pregio dei regimi a contribuzione definita. Da un lato gli individui a basso reddito e con storie lavorative complesse devono sostenere costi amministrativi comparativamente maggiori e conseguono un più limitato tasso di rendimento netto sui risparmi contributivi; dall'altro, gli stessi individui rischiano di essere di fatto esclusi dal sistema previdenziale o, ove vi partecipino, di accumulare un capitale talmente esiguo da non poter finanziare una rendita superiore alla pensione minima, o addirittura di versare i contributi per un periodo inferiore a quello necessario per acquisire il diritto a tale pensione.

³⁵ Holzmann, Packard e Cuesta (2000) stimano per Cile e Argentina, mediante modelli logit, la relazione fra la partecipazione al sistema previdenziale ed alcune variabili socio-economiche (reddito, titolo di studio, sesso, zona di residenza), e sottolineano come la copertura previdenziale dipenda in maniera significativa dallo status socio-economico degli individui. Si noti inoltre che molto spesso le stesse AFP, data la diffusione di commissioni proporzionali ai salari individuali, non appaiono particolarmente incentivate ad attrarre i lavoratori a basso reddito.

A tale proposito, numerosi autori³⁶ rilevano come spesso sia la stessa struttura istituzionale degli schemi previdenziali ad incentivare i lavoratori a basso reddito a non aderirvi. Nei paesi latinoamericani, nei quali è imponente il peso del settore informale (l'obbligo di adesione agli schemi previdenziali è pertanto facilmente eludibile), e nei quali è previsto un intervento pubblico di garanzia (sotto forma di integrazione alla pensione minima o di trasferimenti assistenziali), diventa infatti razionale, per chi ritiene di non avere un salario tale da garantirgli un'adeguata copertura previdenziale, scegliere di lavorare nel sommerso e non aderire a nessun fondo pensione, o, in alternativa, di denunciare unicamente una quota ridotta di salario in modo da acquisire il diritto alla pensione minima.

Col passaggio alla capitalizzazione a contribuzione definita non sembra quindi essersi verificato un significativo incremento della partecipazione dei lavoratori al sistema previdenziale rispetto a quanto si registrava nel precedente schema *payg* a benefici definiti, che veniva ritenuto da più parti, a causa del lasco legame fra contributi e rendite, un potente incentivo all'evasione contributiva e alla partecipazione all'economia sommersa. Come osservato in precedenza, le scelte lavorative sono d'altronde molto complesse, cosicché è evidente come non basti unicamente un più stretto legame attuariale fra versamenti e prestazioni per ridurre in modo significativo il peso dell'economia sommersa (come rilevato dalla teoria del *second best*, in mercati caratterizzati da numerose imperfezioni, la rimozione di una sola di queste non garantisce un miglioramento dell'efficienza del mercato).

Nei paesi latinoamericani si corre quindi il rischio di scindere in due la popolazione, fra chi partecipa attivamente al regime pensionistico³⁷ e chi non vi contribuisce regolarmente; inoltre, ove sia prevista la garanzia statale, il livello di spese di supporto dei redditi degli anziani, affidato al finanziamento pubblico, potrebbe risultare di gran lunga superiore a quello atteso al momento della privatizzazione del sistema previdenziale.

5. Conclusioni

Nel presente lavoro si è inteso valutare, alla luce del dibattito internazionale e dell'esperienza dei paesi latinoamericani che hanno adottato riforme strutturali in ambito previdenziale, il modo in cui possa essere organizzato il sistema pensionistico.

³⁶ Si vedano Queis ser (1999), Holzmann, Packard e Cuesta (2000) e Williamson (1999),

³⁷ Si ricordi che l'ammontare dei trasferimenti assistenziali agli anziani è solitamente molto esiguo. Di conseguenza in questo sistema, al di là dei costi amministrativi, un *gap* distributivo fra i lavoratori non verrebbe determinato dai rendimenti individuali differenziati di uno schema a prestazioni definite iniquo, ma dall'accesso o meno al sistema previdenziale.

A partire dai primi anni '80 un'ampia corrente di pensiero ha criticato il modello di stato sociale prevalente nei paesi occidentali; in particolare, in ambito previdenziale, si è da più parti consigliato di riformare il sistema pensionistico, organizzato, generalmente, mediante schemi a ripartizione pubblici.

Nello scorso decennio, in seguito all'esperienza pionieristica del Cile, molti paesi dell'America Latina ed alcune realtà dell'est europeo hanno seguito tali suggerimenti ed hanno istituito una componente previdenziale, a capitalizzazione, a gestione privata. Nel presente lavoro ci si è interessati ad analizzare l'esperienza degli otto stati latinoamericani che hanno introdotto tale componente. A tal fine, si sono presentate le caratteristiche delle riforme realizzate, che sono state valutate sulla base della letteratura economica e dell'esperienza dei primi anni della loro attuazione.

Dall'analisi teorica non sono emerse conclusioni certe ed inequivocabili, né in termini micro, né macroeconomici, sulla convenienza a passare da sistemi a ripartizione pubblici a regimi a capitalizzazione privati, mentre l'analisi dei paesi che hanno effettuato la transizione, pur nei limiti della brevità della loro esperienza, che rende prematura una valutazione esauriente, evidenzia che, a fronte di elevati, ma decrescenti, rendimenti offerti dalla capitalizzazione, affiorano, in prospettiva, alcune preoccupazioni relative all'elevato livello dei costi amministrativi e alla scarsa partecipazione al sistema previdenziale degli individui a basso reddito.

Dalla presente analisi emerge quindi come gran parte dei pregi attribuiti alla capitalizzazione privata discenda, più che da una sua inequivocabile superiorità, da una profonda sfiducia sull'intervento pubblico in economia, e come il principale obiettivo dei sostenitori del passaggio a un regime a capitalizzazione sia pertanto la privatizzazione del sistema pensionistico. Meriterebbe tuttavia un'adeguata riflessione il fatto che spesso, e soprattutto nei PVS, governi inefficienti si accompagnano a settori privati monopolistici ed in grado di influenzare pesantemente le scelte pubbliche, e che le amministrazioni pubbliche, oltre che nella gestione, possono risultare inefficienti anche nella regolamentazione dell'economia di mercato. In conclusione, va rilevato come ai fini di politica economica non appaia corretto confrontare un'insoddisfacente situazione reale con un ideale modello teorico di cui si auspica l'applicazione, senza considerare le complesse problematiche economico-sociali dei paesi in questione.

Bibliografia

- Aaron H. (1966), "The social insurance paradox", *Canadian Journal of Economics*, vol. 32.
- Amato G. e M. Marè (2001), *Le pensioni: il pilastro mancante*, Il Mulino, Bologna.
- Barr N. (2001), *The Welfare State as Piggy Bank*, Oxford University Press, Oxford.
- Burtless G. (2001), "USA. I rischi finanziari dei fondi pensione individuali nel ventesimo secolo", in Mirabile M. L. e L. Pennacchi (a cura di) *Il pilastro debole*, Ediesse, Roma.
- Cesaratto S. (2003), "Three Obstacles to the Transition from Unfunded to Funded Pension Schemes", *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica*, n.382, Università degli Studi di Siena.
- Devesa-Carpio J. e C. Vidal-Melia (2002), "The Reformed Pension Systems in Latin America", *Social Protection Discussion Paper Series*, n. 0209, World Bank, Washington D.C.
- Disney R. (1999), "OECD Public Pension Programmes in Crisis: an Evaluation of the Reform Options", *Social Protection Discussion Paper Series*, n. 9921, World Bank, Washington D.C.
- Eisen R. (2000), "(Partial) Privatization Social Security: The Chilean Model – A Lesson to Follow?", *CFS Working Paper*, n. 13.
- Fassina S. (2001), "America Latina. Le riforme dei sistemi pensionistici negli anni '80 e '90", in Mirabile M. L. e L. Pennacchi (a cura di) *Il pilastro debole*, Ediesse, Roma.
- Feldstein M. (1974), "Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation", *Journal of Political Economy*, vol.82, n.5.
- Feldstein M. (1995), "Would Privatizing Social Security Raise Economic Welfare?", *NBER Working Paper Series*, n. 5281.
- Feldstein M. (1998), "Introduction", in Feldstein M. (a cura di) *Privatizing Social Security*, The University of Chicago Press, Chicago.
- FIAP – Federacion Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (2002), "Bollettino mensile", reperibile sul sito internet www.fiap.org.
- Geanakoplos J., Mitchell O. e Zeldes S. (1998), "Would a Privatized Social Security System Really Pay a Higher Rate of Return?", in Arnold R., Graetz M. e Munnell A. (a cura di), *Framing The Social Debate*, National Academy of Social Insurance, Washington.
- Gruber J. e Wise D. (a cura di) (1999), *Social Security and Retirement around the World*, University of Chicago Press, Chicago.
- Holzmann R. (1997), "A World Bank Perspective On Pension Reform", *mimeo*, World Bank, Washington D.C.
- Holzmann R., Packard T. e J. Cuesta (2000), "Extending Coverage in Multi-Pillar Pension Systems: Constraints and Hypotheses, Preliminary Evidence and Future Research Agenda", *Social Protection Discussion Paper Series*, n. 0002, World Bank, Washington D.C.
- Holzmann R. e R. Palacios (2001), "Individual Accounts as Social Insurance: A World Bank Perspective", *Social Protection Discussion Paper Series*, n. 0114, World Bank, Washington D.C.
- Holzmann R. e Stiglitz J. (a cura di) (2001), *New ideas about old age security*, World Bank, Washington D.C.
- Iglesias A. e R. Palacios (2000), "Managing Public Pension Reserves", *Pension Reform Primer Paper Series*, World Bank, Washington D.C.
- James E. (1997 a), "Pension reform: Is There an Efficiency-Equity Trade-Off?", *mimeo*, World Bank, Washington D.C.

James E. (1999), "Reforming Social Security around the World: Common Solutions, Contrasting Solutions", presentato alla *Swiss Statistical Bureau Conference on Social Security*, November.

James E., Smalhout J. e D. Vittas (2000), "Administrative Costs and the Organization of Individual Account System: a Comparative Perspective", *World Bank Pension Research Volume*, Washington D.C.

Lindeman D., Rutkowsky M. e O. Sluchynskyy (2000), "The Evolution of Pension Systems in Eastern Europe and Central Asia: Opportunities, Constraints, Dilemmas and Emerging Practices", *mimeo*, World Bank, Washington D.C.

Loewenstein G. (1999), "Is More Choice Always Better?", *Social Security Brief*, n. 7, National Academy of Social Insurance.

Mackenzie G.A., Gerson P. e Cuevas A. (1997), "Pension Regimes and Saving", *IMF Occasional Paper*, n. 153.

Mitchell O. e Zeldes S. (1996), "Social Security Privatization: A Structure for Analysis", *NBER Working Paper*, n. 5512.

Orszag P. R. (1999), "Administrative Costs in Individual Accounts in the United Kingdom", *Center on Budget and Policy Priorities*, Washington D.C.

Orszag P. R. e Stiglitz J. (2001), "Ripensare la riforma delle pensioni: dieci miti sui sistemi di previdenza sociale", in Mirabile M. L. e L. Pennacchi (a cura di) *Il pilastro debole*, Ediesse, Roma.

Palacios R. e R. Rofman (2001), "Annuity Markets and Benefit Design in Multipillar Pension Schemes: Experience and Lessons from Four Latin American Countries", *Social Protection Discussion Paper Series*, n. 0107, World Bank, Washington D.C.

Pizzuti F.R. (1995), "Economia e politica della previdenza sociale", in Castellino O. (a cura di) *Le pensioni difficile. La previdenza sociale in Italia tra crisi e riforme*, Il Mulino, Bologna

Queisser M. (1998), "The Second-Generation Pension Reform in Latin America", *Ageing Working Papers*, n. 5.4, OECD Development Centre, Parigi.

Queisser M. (1999), "Pension Reform: Lessons from Latin America", *Policy Brief*, n. 15, OECD Development Centre, Parigi.

Raitano M. (2003), "I rendimenti dei sistemi previdenziali: un'analisi comparata", *Dottorato di Ricerca in Economia Politica Working Paper*, n. 8, Università di Roma "La Sapienza".

Raitano M. (2004), *I sistemi previdenziali e il modello di opting out volontario*, tesi di dottorato in Economia Politica, Università di Roma "La Sapienza", giugno 2004.

Samuelson P. (1958), "An exact consumption-loan model of interest with or without the social contrivance of money", *Journal of Political Economy*, vol. 66.

Schwarz A. M. e A. Demirguc-Kunt (1999), "Taking Stock of Pension Reforms Around the World", *Social Protection Discussion Paper Series*, n. 9917, World Bank, Washington D.C.

Srnivas P. S., Whitehouse E. e J. Yermo (2000), "Regulating Private Pension Funds' Structure, Performance and Investments: Cross-Country Evidence", *Pension Reform Primer Paper Series*, World Bank, Washington D.C.

Walker E. e Lefort F. (2001), "Pension Reform and Capital Markets: Are There Any (Hard) Links?", *Pension Reform Primer Paper Series*, World Bank, Washington D.C.

Williamson J. (1999), "Privatizing Public Pension Systems: Lessons for the United States from Latina America", *Center for Retirement Research (CRR) Working Paper*, n. 1999-03, Boston.

World Bank (1994), *Averting the old age crisis*, Oxford University Press, Oxford.