

Le pensioni dopo la crisi finanziaria

Elsa Fornero

La crisi finanziaria ha colto il disegno previdenziale in una fase di trasformazione. Dobbiamo rivederlo, alla luce dei nuovi eventi? La risposta è negativa. Certamente la trasformazione in atto richiede miglioramenti e adattamenti e, soprattutto, un impegno a portarla a termine. Tuttavia le scelte fatte anni or sono appaiono irreversibili, per la stessa logica dei fatti demografici ed economici.

Introduzione

La crisi finanziaria che ha interessato l'economia mondiale a partire dall'estate 2007, tra le altre conseguenze, ha messo in discussione i cardini sui quali si sono fondate le riforme pensionistiche degli ultimi 15 anni nella maggior parte dei paesi europei (e non solo):

- la fiducia nelle capacità dei mercati finanziari di autoregolarsi e di generare, almeno nel lungo periodo, rendimenti superiori al tasso di crescita dell'economia reale;
- la fiducia, non meno grande, nelle capacità dei singoli di effettuare scelte di risparmio sensate e lungimiranti, nonché di comprendere e fronteggiare i molteplici rischi connessi con l'accumulazione di risorse per l'età anziana e di assumersene la responsabilità.

La fiducia nei mercati ha sorretto la costruzione del sistema misto, finanziato in parte a ripartizione e in parte a capitalizzazione, e permesso la diversificazione del risparmio pensionistico (incluso quello obbligatoriamente destinato al sistema pubblico), secondo il vecchio principio di "non mettere tutte le uova in un solo panier". La fiducia nei singoli ha sostenuto il trasferimento di rischi e di responsabilità dallo Stato, o dalle imprese, verso i singoli lavoratori (famiglie), come dimostrato, in modo significativo, dal passaggio dalle formule pensionistiche più garantiste, quelle cosiddette a Beneficio Definito (DB), a formule che incorporano un rischio ben maggiore, dette a Contribuzione Definita (DC). Queste ultime tipicamente escludono garanzie di rendimento ed espongono per intero il lavoratore al rischio finanziario.

Quanto giustificato e quanto esteso è il ripensamento che la crisi impone nei confronti del disegno previdenziale configurato dalle riforme e, in particolare, del sistema misto? Ai detrattori delle pensioni integrative private non è parso

vero di poter “sfruttare” la crisi finanziaria per sostenere la giustezza delle loro posizioni critiche nei confronti della previdenza privata. In realtà, la crisi finanziaria non rappresenta il fallimento del progetto del sistema misto, ma piuttosto errori di “implementazione” dello stesso.

Le riforme e il sistema pensionistico misto

Le riforme previdenziali iniziate nei primi anni '90 in Europa sono state approvate in uno scenario di declino e rapido invecchiamento della popolazione. In questa fase, formule pensionistiche “troppo generose” - come quelle retributive, che determinano il beneficio in funzione della retribuzione “finale” del lavoratore e senza tenere conto dell’aspettativa di vita al pensionamento - e il finanziamento a ripartizione delle prestazioni, con i contributi annuali degli attivi destinati al pagamento delle pensioni, risultavano scarsamente compatibili con l’innalzamento del tasso di dipendenza degli anziani, mettendo a rischio la sostenibilità finanziaria del sistema. Secondo le più realistiche proiezioni demografiche, alle quali si può guardare con un buon grado di fiducia, il tasso di dipendenza degli anziani, ossia il rapporto tra la popolazione con più di 65 anni e la popolazione in età lavorativa, raddoppierà nei prossimi quarant’anni, passando dal 30% dei primi anni Duemila a oltre il 60% del 2050.

L'esigenza di fronteggiare in modo efficace l'invecchiamento della popolazione, unita a quella di distribuire meglio il rischio, ha indotto la maggior parte dei paesi - anche sollecitati da importanti istituzioni internazionali, come la Banca Mondiale e il Fondo Monetario Internazionale - ad aderire alla logica del sistema “multi-pilastro”, rompendo con una tradizione che affidava i redditi dell'età anziana quasi integralmente al sistema pensionistico pubblico. Al tempo stesso, però, l'Europa ha giustamente evitato di abbracciare l'ideologia della “privatizzazione” (sulla scia delle esperienze, fino a qualche anno fa generalmente molto positive, dell'America Latina).

La distinzione tra il pilastro pubblico e quello privato può essere così sintetizzata. Non ricorrendo all'accumulazione di risorse, ma utilizzando le entrate contributive di ogni anno per finanziare le pensioni dello stesso anno, il pilastro pubblico “remunera” di fatto i contributi dei lavoratori (visti come risparmio per il finanziamento dei consumi nell'età anziana) al tasso di crescita della massa salariale, a sua volta tendenzialmente uguale, nel medio-lungo periodo, al tasso di crescita del PIL. Quest'ultimo ha andamenti ciclici, anche se generalmente non molto pronunciati, intorno a un valore medio di lungo periodo tipicamente poco elevato; negli esercizi di simulazione sul futuro, ci si colloca generalmente tra l'1,5 e il 2% in termini reali: un tasso abbastanza basso, quindi, ma anche relativamente stabile.

Il “pilastro” privato, al contrario, determina la pensione sulla base del montante accumulato con l'investimento finanziario dei contributi versati dal la-

voratore - inclusi ovviamente quelli formalmente a carico del datore di lavoro - nel corso della vita lavorativa. Questo montante viene trasformato in rendita in base alla longevità attesa all'età di uscita, secondo formule attuariali. Il tasso di rendimento è pertanto quello dei mercati finanziari o, meglio, della specifica combinazione di portafoglio selezionata.

Questo tasso, in particolare per quanto riguarda la componente azionaria, è tendenzialmente più elevato del tasso di crescita del PIL (una stima di lungo periodo potrebbe collocarsi sul 5-6 % medio annuo), ma anche molto più volatile e, quindi, assai più rischioso. Sulla base dell'evidenza empirica riferita a orizzonti lunghi, esso dovrebbe realizzare la diversificazione temporale del rischio, dato che periodi di rendimenti eccezionalmente bassi tendono a compensarsi con periodi di rendimenti eccezionalmente alti. La maggiore volatilità del mercato finanziario significa però che, anche se nel lungo periodo vi è una forte probabilità di ottenere risultati migliori rispetto a quelli ottenibili nel sistema pubblico con la crescita del PIL, nel breve periodo si possono ottenere risultati anche assai peggiori.

Considerando insieme i due pilastri, vi sono spazi e ragioni per ottenere vantaggi dalla loro combinazione. Il pilastro pubblico è normalmente meno conveniente (salvo periodi di forte crescita del PIL) ma, oltre a svolgere compiti di tutela dei più deboli, è anche quello tendenzialmente più sicuro. Neppure le pensioni pubbliche, peraltro, sono completamente al riparo da rischio: oltre al rischio demografico e a quello relativo all'andamento della produttività (che determinano le variazioni del tasso di crescita del PIL), non vanno dimenticati i rischi propri di una gestione politica miope o clientelare che, promettendo troppo ad alcune generazioni o categorie, penalizza quelle successive o altre categorie. Il mercato finanziario, a sua volta, dovrebbe essere in grado di offrire, in media nel lungo termine, rendimenti più elevati, ma al prezzo di una volatilità maggiore. Questa, almeno, è l'esperienza passata riferita al lungo periodo, anche se, come proprio l'esperienza della crisi finanziaria in corso testimonia, i mercati finanziari possono anche generare perdite consistenti.

La crisi finanziaria non induce ad abbandonare la previdenza complementare

L'elemento centrale alla base del sistema misto non è l'eliminazione del rischio complessivo, bensì la sua attenuazione, ciò che può realizzarsi se i rischi specifici delle due componenti sono poco correlati o se hanno correlazione negativa, in modo da consentire, sempre nel medio-lungo periodo, che i rendimenti finanziari possano compensare una crescita del PIL relativamente bassa e viceversa.

È dalla consapevolezza dei limiti di entrambi i pilastri, e dalla ricerca di regole e comportamenti che ne migliorino il funzionamento, che si rafforzano le ragio-

ni per l'integrazione tra un (fondamentale) pilastro pubblico e un (significativo) pilastro privato. Naturalmente, per integrarsi bene, le due componenti debbono essere entrambe ben disegnate e funzionare in modo coerente. Ciò richiede che la previdenza pubblica applichi regole pensionistiche sostenibili e che quella privata sia caratterizzata da un elevato grado di trasparenza, professionalità, competizione e buona supervisione, dal lato dell'offerta, e da buona informazione e da un minimo di familiarità con i concetti e le grandezze della finanza, dal lato della domanda. In tal modo i singoli (lavoratori/famiglie) possono essere posti in grado di assumere, in modo adeguato e consapevole, se non ottimale, le loro decisioni relative all'accumulazione di risparmio per l'età anziana.

Abbandonare, quindi, i fondi pensione sull'onda delle delusioni provocate dalla crisi finanziaria si rivelerebbe un grave errore. Sarebbe come rifiutare di vivere in un'abitazione una volta che la propria casa abbia subito un incendio: non si torna nella foresta, ma si costruisce una casa più solida, più resistente, con materiali antincendio ecc. Lo stesso avviene con i fondi pensione: l'importante è che siano ben strutturati, ben regolati, gestiti professionalmente, basati su regole trasparenti e che non addossino eccessivi rischi (e costi) sui lavoratori, magari senza che questi ne siano pienamente consapevoli.

Il ruolo dell'alfabetizzazione finanziaria

Il secondo elemento messo in dubbio dalla crisi finanziaria è se sia "giusto", in un mondo sempre più complesso, addossare ai singoli una responsabilità diretta molto più grande che in passato per quanto concerne l'accumulazione di risorse per l'età anziana, contando sulla loro volontà/capacità di risparmiare in modo adeguato; di farlo in un'ottica di lungo termine, come si addice al risparmio pensionistico, per esempio senza intaccare il capitale con anticipazioni durante il periodo di accumulazione; di usufruire dei frutti del risparmio in forma di rendita piuttosto che in somma fissa, per assicurarsi contro il "rischio di longevità"; di comprendere i meccanismi di un piano pensionistico e di saper affrontare i vari snodi decisionali nei quali esso si articola.

L'introduzione di un pilastro fondato sulla capitalizzazione non è, infatti, soltanto un'opportunità per migliorare l'efficienza complessiva del sistema, ma comporta anche un radicale cambiamento nel modo in cui le decisioni previdenziali sono prese, oltre che degli stessi artefici di queste scelte. Questo cambiamento è stato ovunque gravemente sottovalutato. Invece di chiedersi, in parallelo con le riforme, se le persone sarebbero state in grado di affrontare adeguatamente questi nuovi compiti, si è tranquillamente ipotizzato che lo fossero.

Solo recentemente, in parallelo con l'aumento dell'aggressività commerciale dei mercati finanziari e proprio in connessione con il dibattito sul risparmio previdenziale, il tema dell'alfabetizzazione finanziaria è stato riconosciuto come cruciale, prima negli Stati Uniti e quindi in Europa. Questo filone di ricer-

ca richiama l'attenzione sul fatto che non basta approntare uno strumento perché le persone siano in grado di usarlo correttamente, e nel loro stesso interesse, soprattutto quando questo si proietta su orizzonti lunghi. In effetti, così come non ci si aspetta che basti un'automobile per fare di una persona un guidatore provetto e per la patente di guida si richiede il superamento di prove teoriche e pratiche, allo stesso modo, la formazione e l'amministrazione del risparmio, soprattutto di quello previdenziale, è materia da non sottovalutare. Infatti la sempre maggiore complessità dei prodotti finanziari esige competenze quasi specialistiche, perché le occasioni per "sperimentare" sono poche e l'improvvisazione può rivelarsi alquanto dannosa.

In questo ambito, i risultati delle analisi empiriche mostrano un quadro abbastanza sconfortante, nel quale una grande maggioranza di soggetti ha seri problemi ad affrontare questioni decisamente semplici, o almeno tali considerate dagli esperti (Fornero, Lusardi, Monticone, 2008). Neppure l'Italia, paese pur di forte tradizione di risparmio, sembra fare eccezione. Quando il risparmio delle famiglie era impiegato in buoni postali o in titoli di stato, o tenuto in conti correnti e, a sua volta, la pensione - interamente pubblica - era basata sulla semplice regola che attribuiva, per ogni anno di lavoro, il 2% di una media delle ultime retribuzioni. I conti erano relativamente facili e a nessuno sarebbe venuto in mente di interrogarsi sull'ignoranza finanziaria delle persone. Oggi che le scelte finanziarie si sono complicate, i mutui a tasso variabile impongono oneri crescenti alle famiglie indebite, la pensione pubblica non basta più e quella privata, priva di garanzie, subisce tutti i rischi di un mercato finanziario tumultuoso, si scopre che l'antico buon senso è insufficiente e che non sempre è conveniente, e saggio, affidarsi agli esperti.

L'ignoranza finanziaria, soprattutto se si considerano le maggiori incertezze che circondano le pensioni del futuro e le minori garanzie pubbliche, potrà costituire un serio problema. Ciò suggerisce l'utilità di iniziative per migliorare l'alfabetizzazione finanziaria, almeno nelle fasce di popolazione che sembrano maggiormente impreparate.

Evitare gli errori del passato sui fondi pensione

La portata dei cambiamenti in atto nel risparmio previdenziale degli italiani avrebbe richiesto una campagna di informazione - ma forse sarebbe meglio dire di "educazione" al risparmio pensionistico - chiara, trasparente ed efficace, e non dell'ultima ora. Questo sforzo è stato nettamente insufficiente e ciò ha lasciato spazio, dal lato dell'offerta, a facili slogan e a comportamenti non proprio compatibili con la costruzione di un buon mercato previdenziale. I lavoratori sono stati bersagliati da calcoli che sembravano emergere da fazioni contrapposte, più che da valutazioni rigorose e indipendenti. Così, da un lato, si invitava apertamente a "stare alla larga" dai fondi pensione - in particolare da quelli

aperti e dalle forme individuali, perché visti come infidi strumenti del profitto; dall'altro, con eguale zelo, si è argomentato, sulla base di andamenti passati dei tassi di rendimento, che il mercato finanziario ha sempre "dominato" sia il tasso di crescita del PIL, sia il tasso di rivalutazione del TFR, e se ne è dedotto che questo capiterà anche in futuro.

Le scelte dei lavoratori non sono state sufficientemente orientate e guidate, e rischiano perciò, a maggior ragione oggi, sotto gli effetti dello *shock* causato dal crollo dei mercati finanziari, di essere dettate più da diffidenza e da paure che non da una corretta informazione, come testimoniano le lettere ai giornali o le numerose telefonate alle trasmissioni radiofoniche e televisive ogni volta che si parli di previdenza complementare.

Un secondo elemento di debolezza, collegato al primo, è stata l'eccessiva complessità dell'impianto normativo: anziché puntare a regole semplici e uniformi che lasciassero spazio a scelte individuali libere e responsabili, il legislatore ha preferito seguire la strada del "paternalismo", graduandolo però tra le diverse categorie di lavoratori con modalità che ne riflettono la forza sindacale. Così, i parasubordinati non hanno diritto ad alcun trattamento di fine rapporto, il loro tasso di contribuzione nel pilastro pubblico è inferiore a quello dei dipendenti "tipici" e dovranno trovare da soli le risorse per costruirsi una pensione privata. Un discorso in buona parte analogo vale per gli autonomi, per i quali si delinea una previdenza pubblica priva dei vecchi privilegi, ma anche di un'adeguata integrazione privata. I dipendenti pubblici, anch'essi meno favoriti che in passato, giocheranno nel mondo "virtuale" la loro previdenza privata giacché il loro TFR continuerà a essere gestito a ripartizione anche nel fondo pensione. Peraltro, anche l'impianto decisionale disegnato per i dipendenti privati, incentrato sulla volontà del legislatore di sfruttarne l'inerzia decisionale - con il passaggio a fondo pensione del TFR dei "silenti" - ha presentato, nel semestre di applicazione dell'opzione del "silenzio-assenso" (primo semestre 2007) non poche ambiguità. In particolare, è avvenuto con i due fondi creati presso l'INPS: quello per la gestione, a favore di opere di pubblica utilità, del TFR dei lavoratori occupati in imprese con più di 50 addetti che non vogliono aderire alla previdenza integrativa, e il fondo pensione residuale destinato a raccogliere il TFR dei lavoratori silenti e privi di alternative, per i quali decide lo Stato.

Un terzo elemento critico è stato rappresentato, almeno nella prima fase della sua costituzione, da comportamenti opportunistici di operatori del mercato, tesi a trarre vantaggi immediati più che a "fare reputazione": alcune tecniche di vendita particolarmente aggressive (con il *multilevel market*, oggi bandito) e l'onerosità di alcuni prodotti individuali non hanno giovato alla credibilità del nuovo mercato. Se è comprensibile che, nelle sue prime fasi, un mercato presenti carenze nei livelli di efficienza, è meno comprensibile il fatto che i prodotti più efficienti - per esempio i fondi aperti ad adesione collettiva, che hanno un'onerosità non dissimile da quella prevalente in ambito internazionale e a quella dei fondi di categoria, i quali godono di forti economie di scala - appaiano penalizzati dagli stessi offerenti, interessati a spingere i prodotti più onerosi, sfrut-

tando la scarsa competenza del compratore. È compito dell'autorità di vigilanza fare in modo che nel mercato prevalgano gli operatori e i prodotti più orientati a soddisfare le esigenze pensionistiche dei clienti, e meno le logiche di breve periodo. È anche vero, però, che una maggiore consapevolezza dei lavoratori è un ingrediente essenziale anche per migliorare l'offerta e la posta in gioco è troppo alta perché le scelte siano poco meditate o delegate ad altri.

Il ruolo della politica

Se è giusto che siano gli individui a prendere le decisioni che riguardano il loro futuro, essi debbono però essere adeguatamente preparati e poter contare su istituzioni e mercati ben funzionanti e su strumenti ben disegnati.

Ne conseguono linee di intervento che, pur non lasciando immune la previdenza pubblica - in generale, già corretta da importanti e significative riforme - dovranno riguardare soprattutto la preparazione delle famiglie e il comportamento del mercato.

Dal lato del sistema pubblico, per quanto riguarda il nostro paese va preservato e rafforzato il metodo contributivo adottato nel 1995, e anzi sarebbe opportuno accelerarne l'entrata in vigore, visto che il passo troppo lento della riforma fa sì che soltanto a partire dal 2014-2015 cominceranno a essere liquidate pensioni con una componente contributiva.

Tale metodo non appare ancora "acquisito in profondità" ed è oggi messo a rischio perché considerato troppo severo e fonte di eccessiva incertezza. Queste critiche trascurano, però, che il metodo è quello maggiormente compatibile con la sostenibilità finanziaria di un sistema pensionistico e, per conseguenza, con la stabilizzazione del debito隐含在nella ripartizione; ma trascurano anche che esso non annulla affatto la componente assistenziale e solidaristica propria di un sistema pubblico, ma la rende invece più trasparente ed efficace, riducendo gli spazi per privilegi e abusi. Certo, aggiustamenti andranno ancora fatti, dalla messa a punto dei coefficienti di trasformazione alla possibilità di introdurre differenti meccanismi di rivalutazione delle pensioni in essere, dall'attuazione del principio di flessibilità nel pensionamento (entro una fascia di età uniforme tra uomini e donne) all'adeguamento della stessa fascia al variare della longevità. Non si tratta, però, di nuove riforme, ma di attuare una riforma da troppo tempo in attesa di attuazione.

Dal lato delle famiglie, la politica dovrebbe incoraggiare la preparazione degli individui come elemento essenziale per accompagnare il trasferimento di responsabilità, con misure rivolte soprattutto alle fasce più deboli. In questo ambito, si collocano i programmi di educazione finanziaria, la supervisione dell'attività di informazione, la definizione accurata delle opzioni di *default* insite nelle scelte finanziarie complesse. A parità di reddito e di altre caratteristiche, le persone meno preparate anche dal punto di vista finanziario finiscono per

risparmiare meno delle persone più preparate; hanno anche una minore propensione a partecipare ai mercati finanziari e a investire in attività fiscali agevolate, di cui rischiano quindi di beneficiare essenzialmente solo i ricchi. Occorre evitare il circolo vizioso che tende a escludere le persone meno fortunate dalle opportunità offerte dal mercato, ma anche dallo Stato, con misure tese a soccorrere le categorie meno fortunate.

I provvedimenti dovrebbero, inoltre, calibrarsi con l'età, considerate le diverse fasi del ciclo di vita e i diversi problemi che giovani e anziani si trovano ad affrontare: incertezza sui redditi da lavoro e vincoli di liquidità, per i primi; rendite inadeguate, insufficiente copertura dei rischi di *long term care* e scarsa liquidità del patrimonio per i secondi. Mentre la formazione è essenziale per i giovani, per gli anziani è essenziale la disponibilità di rendite il più possibile economiche, semplici e sicure, così da incoraggiare l'assicurazione contro il rischio idiosincratico di longevità. In questo caso, occorre sviluppare e rendere più appetibili i prodotti, quali il prestito vitalizio ipotecario (meglio conosciuto come *reverse mortgage*), per rendere maggiormente liquido il valore dell'abitazione, che di solito rappresenta la parte di gran lunga preponderante del patrimonio degli anziani; un compito nel quale la politica (soprattutto a livello locale) e il mercato potrebbero efficacemente cooperare (Fornero, Rossi, 2007).

Nei confronti del mercato, è anzitutto importante distinguere le risposte immediate da quelle di medio-lungo termine. Quando le perdite dei mercati finanziari intaccano una parte sostanziale del capitale accumulato di lavoratori prossimi alla pensione, con prospettive di decurtazioni di qualche decina di punti percentuali dei benefici, la risposta non può che essere un temporaneo aiuto pubblico. Nel medio termine, mentre sarà necessaria una maggiore attenzione alla copertura dei rischi da parte delle imprese con piani DB - magari attraverso un ridimensionamento della componente azionaria, vista la cospicua presenza di rischi salariali e la ricerca di soluzioni al rischio aggregato di longevità - è verosimile pensare che la crisi accelererà la transizione verso i piani a contributo definito.

Quali garanzie sono possibili?

Al di là dei miglioramenti possibili nelle tecniche di gestione dei portafogli dei fondi pensione - *asset management* - esiste il problema sociale di fornire le necessarie garanzie di rendimento ai lavoratori. Anche se gli eccessi finanziari degli ultimi anni hanno inteso far credere il contrario, proporsi il maggior rendimento senza accettare il maggiore rischio che vi è collegato è di fatto impossibile.

Uno studio del *Center for Retirement Research* del Boston College (Munnell et al., 2009) ha esaminato una serie di dati storici (1925-2008) degli USA per stimare quanto sarebbe costato al governo, e quindi ai *taxpayers*, fornire diversi

livelli di garanzie; quando queste sarebbero scattate; se tali garanzie sarebbero state efficaci nel distribuire il rischio tra le diverse generazioni di lavoratori, evitando la forte variabilità nel tasso di sostituzione (solitamente definito come rapporto tra la prima pensione e una media delle ultime retribuzioni) fra coorti contigue, scarsamente accettabile sul piano sociale. Gli autori hanno concluso che, dati i rendimenti degli anni presi in esame, sarebbe stato relativamente economico garantire tassi di rendimento anche abbastanza elevati (fino al 6% circa) e che soltanto garanzie forti avrebbero potuto efficacemente contrastare le fluttuazioni dei tassi di sostituzione.

Nello stesso studio si è cercato di valutare le garanzie in prospettiva, tenendo conto dei meccanismi di avversione al rischio degli assicuratori. Per bilanciare gli alti costi della garanzia - 29% della quota di contributi annuale per garantire un rendimento del 2%, 46% per una garanzia del 3% - il risparmiatore potrebbe concedere al fornitore della garanzia, magari lo Stato stesso, una parte dei guadagni in eccesso rispetto a un limite verso l'alto posto sui rendimenti. La combinazione del tasso di rendimento minimo garantito e del tetto per il rendimento in eccesso rispetto a quello garantito - nota come *collar* - determina il costo della garanzia. L'analisi mostra che una garanzia più alta del tasso senza rischio sarebbe ottenibile solo a un costo molto più alto di quello praticato dal mercato.

Lo studio conclude che finché chi fornisce le garanzie fa propria l'avversione al rischio del mercato, le garanzie sui tassi di rendimento non potranno risolvere il problema delle ampie variazioni di risultati, derivanti dalle fluttuazioni del mercato. La teoria finanziaria suggerisce che gli assicuratori non possono garantire rendimenti più alti del tasso senza rischio, a meno che non siano pronti ad assumere rischi maggiori rispetto a quelli degli altri investitori. Un ruolo di garante con un'assunzione di rischio maggiore potrebbe essere svolto invece dallo Stato, che potrebbe assumersi rischi macroeconomici rispetto al mercato, e operare tramite meccanismi - come la distribuzione intergenerazionale del rischio - che non sono disponibili sul mercato. La fattibilità di fornire garanzie appetibili sui rendimenti in un nuovo pilastro di risparmio dipende, quindi, da quanto sia appropriato applicare le preferenze di rischio degli assicuratori privati allo Stato.

Garanzie sui rendimenti sono, quindi, possibili. Tuttavia, per un verso, esse sono sempre imperfette (raramente si offrono garanzie che vanno oltre il tasso nominale di rendimento) e, per l'altro verso, mai gratuite, sia che le offra il mercato (nel qual caso il loro costo abbassa il rendimento netto) sia che le fornisca lo Stato, nel qual caso l'onere è addossato ai contribuenti. Ciò non significa che esse non vadano ricercate: proprio nella ricerca di appropriate forme di garanzie sta una delle vie di uscita dalla crisi.

In ogni caso, mentre la crisi è causa di malessere profondo per famiglie, gestori e responsabili della politica economica (non meno che per gli studiosi), essa è al tempo stesso fonte di nuove sfide e di opportunità, che sarebbero in ogni caso perse se dovesse prevalere un semplice ripiegamento sui passati modelli di *welfare* e sull'idea di un facile ritorno sotto l'ombrellino protettivo dello Stato.

La crisi dei mercati finanziari può allontanare il riequilibrio del contratto tra le generazioni. È grande responsabilità del regolatore pubblico, dei gestori, ma anche delle associazioni dei consumatori (risparmiatori) di fare in modo che ciò non accada.

Riferimenti bibliografici

Fornero, E., Lusardi, A., Monticone, C., "Maestro di risparmio cercasi", *Il Sole 24 Ore*, 23 giugno 2008.

Fornero, E., Rossi, M., "Anziani, la casa è più di un tesoro", *Il Sole 24 Ore*, 11 ottobre 2007.

Munnell, A. H., Golub-Sass, A., Kopcke, R. W., Webb, A., "What Does It Cost To Guarantee Returns?", Center for Retirement Research at Boston College, *Issue in brief*, n. 9-4, febbraio 2009.