

Welfare pubblico e privato: la seconda gamba ha inciampato sulla crisi

Filippo Cavazzuti

(di prossima pubblicazione in Il Mulino)

Il dibattito che segue pari passo l'evolvere della crisi, può essere ora compendiato, con qualche arbitraria ma inevitabile semplificazione, in almeno due sottoinsiemi di considerazioni che pur rifiutando entrambi che si tratti della fine del capitalismo e pur condividendo il grado di severità della crisi stessa giungono a prime conclusioni difformi circa le origini e i rimedi da adottare: conclusioni ovviamente egualmente fondate, legittime e rispettabili e che, forse, mai concorderanno tra loro. Basti pensare che ancora nel 1959 (quaranta anni dopo la crisi del 1929) due grandi economisti (entrambi premi Nobel) come Milton Friedman e Paul Samuelson non riuscivano a trovare alcun accordo sull'origine della crisi stessa e dunque sugli interventi che allora sarebbe stato più opportuno adottare.

In uno dei due sottoinsiemi del dibattito prima citato pare di scorgere coloro (gli ortodossi rispettosi dei testi canonici) che suggeriscono che poiché le economie del dopo crisi non divergeranno in modo sostanziale dagli assetti precedenti, occorre mettere rapidamente mano alla rivisitazione della regolazione dei mercati per rimediare a ciò che non ha funzionato al margine dei mercati stessi e di tornare rapidamente agli assetti di etero e di autoregolazione dei mercati che meglio hanno retto alla crisi. Per questi studiosi ortodossi occorre anche rimediare rapidamente all'invasione che lo stato ha fatto in campi altrui riportandolo entro i confini tradizionali; mettono in guardia dall'onere sulle generazioni future posto dall'invasione di campo dello stato.

Altri (gli scismatici pragmatici interpreti anche di testi apocrifi) ritengono invece che nel dopo crisi (ma quando sarà ?) quasi nulla sarà più come prima, che si deve riconoscere che i mercati finanziari sono inefficienti, che possono diventare improvvisamente illiquidi, che *default*, bancarotta e insolvenza sono eventi sempre possibili e che la razionalità delle aspettative sui prezzi futuri degli assets è alquanto dubbia, che la fallimentare autoregolamentazione dei mercati stessi era stata richiesta (e assecondata dalla politica benevolente) dai soggetti prima regolati che esibivano a tal fine le nuove conclusioni tratte dai loro ben ordinati testi canonici. Si tratta dunque di procedere con ogni pragmatismo alla ricerca di soluzioni possibili, compresi interventi di lungo periodo dello stato, consci del fatto che si sta navigando al buio entro la "perfetta tempesta" che con stupefacente sincronia ha investito l'economia mondiale.

Nell'un caso come nell'altro si conviene che la corporazione degli economisti si è trovata improvvisamente impreparata quando la crisi sistemica è scoppiata, ma gli scismatici aggiungono che occorre ripensare anche il main stream culturale ed analitico che si compendia nel cd. Washington consensus e nella ortodossia del libero mercato con gli Usa suo cheer leader.

Il citato dibattito continuerà certamente a lungo (Friedman e Samuelson e poi Kindleberger insegnano) così come appaiono fin da ora assai lunghi i tempi della predisposizione dei nuovi interventi da parte dei pubblici poteri. Ciò che si spera è che la durata della crisi sia inferiore a quella del dibattito e che questo non sfoci esclusivamente in un rinnovato corpo unico di testi canonici.

Un problema invece che nel dibattito appare a noi ancora troppo trascurato, nonostante la sua evidente urgenza, è quello degli effetti della crisi reale e finanziaria sui sistemi di sicurezza sociale (pubblici o privati che siano), sulle relative reti di protezione e sulla tutela del capitale umano delle famiglie. Per quanto riguarda alcune istituzioni di private welfare, le stime dell'Oecd condotte sul finire del 2008 indicano che i patrimoni dei fondi pensioni sono crollati del 20% in termini reali per

effetto della crisi globale e che questa è stata assai più severa per i fondi pensione degli Usa, del Regno Unito, del Canada, dei Paesi bassi e dell'Australia ove gli attivi dei fondi pensione rappresentano un volume superiore al 50 per del pil nazionale. E' la conferma che in molti paesi (soprattutto quelli anglosassoni, ma senza escludere anche quelli che aderiscono all'euro) la crisi ha duramente colpito le istituzioni private che si basano sul mercato dei capitali di rischio per erogare le prestazioni agli aventi diritto (fondi pensione, mutual funds, assicurazioni). Si aggiunga che i fondi pensione Usa, il cui patrimonio è investito per il 40-50% in azioni, costituiscono uno dei più importanti *player* dell'industria dei servizi finanziari e che sebbene le famiglie Usa detengano modesti patrimoni mobiliari diversi dai fondi pensione, nell'aggregato tuttavia questi assets hanno un peso significativo: il 15% del reddito complessivo degli anziani con più di 65 anni contro il 18% dei piani pensionistici. Ciò spiega perché il pragmatico ed eterodosso presidente Obama si sia impegnato a difendere, con i salvataggi di banche e imprese non bancarie quotate, anche Wall Street e non soltanto Main Street subendo così le critiche dei commentatori più ortodossi che temono gli effetti di questi provvedimenti sul benessere dei contribuenti e delle generazioni future, ma che non disdegnano i provvedimenti che ambissero a sostenere le borse valori. Si potrebbe eccepire che il fallimento delle banche avrebbe coinvolto l'intero mercato finanziario Usa e con esso non soltanto la protezione sociale della generazione oggi presente ma forse anche quella delle generazioni future.

Ci si dovrebbe allora domandare se anche per questi sistemi di sicurezza sociale sia ragionevole ipotizzare la ricerca di un nuovo equilibrio e nuovi confini tra i bilanci pubblici degli stati e i mercati finanziari. Infatti, pare a noi che per contenere l'incertezza del nuovo contesto che si va profilando ed entro cui si muoveranno famiglie e imprese, siano in molti oggi a proporre nuovi organismi di governo delle economie globalizzate, ma che ancora poco si ragiona invece di come (e se) tutelare in futuro - e in maggiore misura rispetto all'oggi - anche il capitale umano delle famiglie. In considerazione del prolungamento della vita e dunque sempre più potenzialmente esposta ad eventi tanto imprevedibili quanto non assicurabili dal mercato delle assicurazioni i cui contratti come noto, hanno da tempo un elevato grado di finanziarizzazione. Eventi, si teme, che potrebbero comportare anche nuovi collassi delle istituzioni private deputate alla tutela del capitale umano delle famiglie i cui assets e le cui prestazioni dipendono crucialmente dall'andamento del mercato dei capitali.

E', infatti, ragionevole ritenere che per lungo tempo a venire i governi, le imprese e le famiglie opereranno in presenza di nuovi rischi e di nuove incertezze: ovvero d'eventi la cui probabilità di verificarsi è associabile ad un coefficiente desunto dal passato, ma anche d'altri eventi invece cui (non avendo storia recente) è impossibile associare qualche coefficiente di probabilità e pertanto non assicurabili dal mercato dei capitali. In questo contesto è assai probabile che si riduca la propensione al rischio delle famiglie per meglio tutelare il loro futuro. Ma in questo contesto chi svolge la funzione d'assicuratore d'ultima istanza ? Oppure se ne può fare a meno ?

Si deve riconoscere che pubblico e privato (le due gambe su cui corre la rete di sicurezza sociale a favore delle famiglie) hanno parzialmente concorso ad offrire una rete di protezione alle famiglie a fronte d'avvenimenti e rischi futuri e d'avvenimenti imprevedibili. Ma oggi ci si interroga se la seconda gamba (quella delle istituzioni di private welfare) non abbia inciampato troppo pesantemente sulla crisi per raddrizzarsi in futuro e se pertanto non sia opportuno cominciare a ripensare ciò che deve offrire il bilancio pubblico e ciò che può offrire il mercato finanziario ai fini della tutela presente e futura del capitale umano delle famiglie.

Valga un richiamo al passato. Dopo la profonda crisi del 1929-33, il 14 agosto del 1935 - nel corso del New Deal - il presidente Roosevelt firmò un provvedimento del tutto eterodosso (il Social Security Act) che dispose l'introduzione d'indennità, a carico del bilancio pubblico, anche per alcuni rischi di disoccupazione, malattia e vecchiaia, facendo così svolgere allo stato sociale la funzione di copertura di rischi allora imprevedibili e non assicurati e/o non assicurabili dal mercato finanziario: un vero e proprio "stato assicuratore" di cui si è persa traccia in molta letteratura che tratta dei sistemi di welfare. Anche in questo campo domina il pensiero unico che considera lo stato sociale nemico degli animal spirits, fonte d'ogni pigrizia delle coscienze e causa dei modesti tassi di crescita dei paesi che lo hanno adottato,

Tuttavia, oggi come ai tempi della Grande depressione non si tratta di prefigurare la fine del capitalismo o della economia di mercato (fine a cui ben pochi hanno creduto o sperato all'avvio della crisi), quanto più realisticamente di riconoscere i limiti ed i fallimenti delle funzioni dei mercati a fronte di rischi non assicurabili dai mercati dei capitali di rischio.

Negli Usa, già lo abbiamo ricordato, questa preoccupazione si è tradotta anche nello slogan d'Obama: da Wall street a Main Street e nella proposta (Obama Biden) di introdurre una qualche forma d'assistenza sanitaria pubblica estesa a tutti cittadini (oggi godono della assistenza pubblica i meno abbienti e chi ha più di 65 anni) anche tramite una compagnia d'assicurazione pubblica ed un aumento dei contributi sanitari a carico dei datori di lavoro. Come già detto, il presidente Obama deve difendere anche Wall street per evitare il collasso dell'intero sistema delle reti di protezione sociale le cui prestazioni dipendono dai mercati dei capitali di rischio. Gli enormi fondi pubblici erogati ai mercati (da molti ortodossi assai criticati) hanno dunque anche la funzione di salvare le istituzioni di private welfare che operano negli Usa e che gli ortodossi difendono.

In Italia, come noto, le pensioni pubbliche sono state affiancate da sistemi pensionistici privati fino ad oggi di modesta dimensione e importanza, prevalentemente rivolte ai lavoratori dipendenti, con la dichiarata intenzione di contenere la formazione di disavanzi pubblici. Anche i sistemi assicurativi hanno elaborato e collocato prodotti con importanti componenti finanziarie facendo cadere i tradizionali confini tra il mercato dei prodotti assicurativi e quello dei prodotti finanziari prima negoziati sui rispettivi mercati. Oggi ci domandiamo, a fronte dei collassi d'oltre oceano, se si debba procedere ad una rivisitazione dei confini dello stato sociale e se sia opportuno continuare a favorire la crescita delle istituzioni di private welfare per tutte le classi sociali: abbienti o non abbienti che siano.

In particolare si deve ragionare se sia ancora possibile ipotizzare che i comportamenti e le scelte di risparmio delle classi medio alte (il cui reddito consente pingui risparmi da investire sul mercato dei capitali di rischio) possano ancora essere proposti ed adottati dalle classi di reddito più basso (ad esempio i lavoratori dipendenti) che dispongono di volumi di risparmio assai minori delle classi più agiate. Come noto, nel caso dell'Italia, secondo le rilevazioni della Banca d'Italia, il 60% della popolazione meno abbiente possiede circa il 17 per cento delle ricchezza netta, mentre l'1 per cento più ricco possiede il 15 per cento.

Ma vi è di più. Alla base di queste politiche pubbliche sta il convincimento che il rischio sempre presente e mai pari a zero delle perdite in conto capitale sui mercati dei capitali potesse essere gestito sempre con successo, giustificando così il trascinarsi dei risparmi delle famiglie verso porti ritenuti sicuri e caratterizzati dall'assenza di ogni rischio di perdita in conto capitale. Si noti, tuttavia, che tale ipotesi non tiene in sufficiente considerazione che le eventuali perdite in conto capitale sarebbero state meglio sopportate dalle classi medio alte (che dispongono di più elevati livelli di ricchezza reale e finanziaria) che non da quelle a più basso reddito e risparmio; così come la crisi in atto pare suggerire.

La crisi ha infatti messo in luce sia l'inevitabile volatilità delle prestazioni previdenziali che dipendono dall'andamento dei mercati finanziari, sia che i valori degli assets accumulati possono cadere precipitosamente proprio quando il lavoratore si sta avvicinando all'età del pensionamento, sia infine che le prestazioni corrisposte per ogni età di pensionamento rimpiazzeranno una percentuale sempre minore del reddito goduto prima del pensionamento.

Si aggiunga a ciò che una delle loro possibili conseguenze potrebbe essere che i politici debbano improvvisamente decidere di abbandonare la componente privata dei sistemi pensionistici nazionalizzando le pensioni; così come ha fatto l'Argentina nell'ottobre del 2008, creando un grave scompiglio sul mercato degli assetti proprietari stante la presenza d'importanti pacchetti azionari nel portafoglio dei fondi pensione prima privati ed ora nazionalizzati. Oppure può avvenire che, come nel caso di *CalPERS - California Public Employees Retirement System* (che ha perso alcuni miliardi di dollari per la caduta del valore degli immobili e dei titoli a questi collegati), centinaia di migliaia di pubblici dipendenti debbano oggi scegliere tra accettare minori pensioni o posticipare il lavoro oltre l'età della pensione. Si aggiunga che la crisi finanziaria potrebbe non soltanto spingere alcune im-

prese a licenziare i lavoratori e spingere al fallimento alcuni fondi pensione, ma anche che la crisi abbia effetti di trasferimento del rischio dal fondo pensione agli individui che vi partecipano.

Anche una riflessione (per ora assente) del sindacato dei lavoratori sarebbe oggi opportuna a fronte del rischio che le classi meno abbienti oltre al lavoro perdano anche una parte della loro pensione e dei loro risparmi.

In Italia i fondi pensioni appaiono fino ad oggi fortunatamente poco sviluppati rispetto ad altri paesi (3,3% del Pil contro 86,1 % in UK, 74,3 in Usa, 7,5 in Spagna, 4,1% in Germania, 7,0% in Norvegia, 75,5 % per il totale dei paesi Oecd). La ragione di ciò è da individuarsi non soltanto nella modesta cultura finanziaria delle famiglie italiane, nei costi d'informazione e d'accesso ai mercati e nella qualità degli intermediari finanziari, ma anche nella composizione del portafoglio delle famiglie caratterizzato da basso rischio e basso rendimento. Ma se le famiglie mostrano una scarsa propensione al rischio finanziario ne consegue che anche gli emittenti siano indotti ad offrire prodotti a basso rischio ed il mercato dei capitali a non svilupparsi. E così, i fondi pensioni italiani investono appena il 9,9% del loro modesto patrimonio in azioni ed il 36,5% in obbligazioni: sebbene la regolamentazione – a differenza d'altri paesi - non imponga limiti quantitativi alle diverse componenti del portafoglio se negoziate sui mercati regolamentati.

Nel caso dei fondi pensione italiani la *COVIP* ha stimato che nei primi otto mesi del 2008 i comparti azionari hanno fatto registrare cali consistenti, nell'ordine del 10 per cento per i fondi negoziali e per quelli aperti, d'ordine ancora maggiore per i PIP. Negli stessi otto mesi il rendimento medio generale dei fondi pensione è risultato comunque negativo per 3,4 punti percentuali. Anche in questo caso, la caduta dei corsi azionari potrebbe rivelarsi particolarmente penalizzante per i lavoratori prossimi alla pensione che risulterebbero così incisi dai rischi dei mercati finanziari. Nel caso italiano potrebbe dunque valere la conclusione che l'esperienza recente dei fondi pensione italiani sembra suggerire che essi non siano in grado di assicurare al lavoratore rendimenti significativamente superiori a quelli dello stesso TFR, salvo che il lavoratore non decida d'assumere su di sé il rischio finanziario. Allo stesso modo si conferma una volta di più il trend corrente in ambito pensionistico verso la traslazione dei rischi dagli organismi collettivi al singolo individuo.

Nel caso delle assicurazioni italiane secondo l'*ISVAP*, dall'ultima rilevazione del 30 settembre emerge che il saldo plusvalenze e minusvalenze ha subito un progressivo deterioramento e che dunque se una prima lezione per il settore assicurativo si può trarre dagli eventi di questi mesi essa attiene ai rapporti tra assicurazione e finanza, che la finanza rimane il mezzo e non il fine: l'attività delle compagnie che dovrà sempre di più essere focalizzata sulla copertura dei rischi d'individui, famiglie e imprese, ovvero la tipica e tradizionale attività assicurativa. Sembra di tornare al passato con la netta distinzione tra prodotti assicurativi e prodotti finanziari.

Poiché non si dispone ancora di una consolidata teoria economica che spieghi se queste cadute (se temporanee) avranno effetti permanenti sulle prestazioni o soltanto di breve periodo, il contesto delle attese future rimane dominato da un elevato grado d'incertezza che potrebbe determinare una permanente avversione al rischio da parte delle famiglie. Anche per questi soggetti il futuro potrebbe presentare amare sorprese con riferimento al loro tenore di vita. In ogni caso gli effetti della crisi sulle dotazioni patrimoniali delle famiglie concorrono ad accrescere il sentimento di vulnerabilità delle famiglie stesse e la loro percezione che la crisi improvvisa ed il permanere della fase recessiva comportino una diminuzione permanente del loro benessere.

Nel caso dell'Italia, non pare sfiorato da questi problemi il recente "Libro bianco sul futuro del modello sociale- La vita buona nella società attiva" del ministero del welfare. Questo "libro bianco", infatti, dopo avere riconosciuto che "la crisi economico-finanziaria non sta facendo altro che mettere in maggiore evidenza l'inadeguatezza del nostro sistema di sicurezza sociale" (p.15) conclude che "le possibili condizioni di ricorrente instabilità dei mercati finanziari e immobiliari inducono a rafforzare i criteri di stabilità nel lungo periodo delle gestioni previdenziali private - tanto sostitutive quanto complementari - anche attraverso fondi associati di garanzia delle prestazioni" (p. 63).

In questo contesto il dibattito sembra che si orienti – pure in assenza d’ogni quantificazione sull’onere a carico dei bilanci pubblici - verso la conclusione che sia il bilancio pubblico a garantire i rendimenti reali degli assets finanziari o, almeno, che concorra alla ripartizione di rischi derivanti dall’andamento dei mercati finanziari. In altre parole, sarà lo stato, garante d’ultima istanza, a dovere assumere tutti i rischi che originano dagli andamenti dei mercati finanziari e dai rischi non attesi e non coperti dai gestori dei fondi pensione e non condivisi della famiglie.

Si tratterebbe di garanzie statali sui montanti degli assets delle istituzioni di private welfare anche al fine di mantenere in vita nel nostro paese queste istituzioni di private welfare. Istituzioni, invece, che potrebbero essere abbandonate in un riordino generale del welfare nel nostro paese che non scarichi sul bilancio dello stato o sui lavoratori i rischi ineliminabili dei mercati finanziari e gli effetti su questi d’eventi imprevedibili, così come dimostra la crisi in atto.

Qualora di muovesse nella direzione indicata dal “libro bianco”, l’andamento dei mercati finanziari, la volatilità dei prezzi dei suoi prodotti, le strategie industriali delle imprese quotate, il mercato degli assetti proprietari e gli errori del management (per non parlare dei casi di vero e proprio imbroglio) sarebbero tutti aspetti che dovrebbero essere accuratamente e direttamente valutati dallo stato assicuratore d’ultima stanza al fine di rendere minimo il differenziale di rendimento da porre a carico del bilancio per garantire le prestazioni concordate. Così come il governo segue l’andamento dei tassi d’interesse per valutarne gli effetti sull’onere per interessi del debito pubblico, dovrebbe anche seguire i mercati di borsa per evitare di essere sorpreso nel dovere garantire le prestazioni delle istituzioni di private welfare. Più che “uno stato assicuratore” si profila il rischio di uno “stato market maker” (cui potrebbe seguire lo “stato manipolatore” e lo “stato insider”) tanto più incentivato a questa funzione quanto maggiore sul mercato finanziario divenisse nel tempo il peso degli assets delle istituzioni di private welfare cui lo stato presta garanzia d’ultima istanza. Si aggiunga che questa via consente ai gestori degli assets delle istituzioni di private welfare di assumere ogni rischio sui mercati confidando nell’intervento dello stato assicuratore d’ultima istanza. Situazione d’evidente moral hazard condannata sia dagli ortodossi, sia dagli scismatici compulsando i testi canonici e i testi apocrifi.

Nel caso dell’Italia non va poi dimenticata la presenza dello “stato padrone” d’aziende i cui titoli sono anche negoziati sui mercati dei capitali e probabilmente presenti anche nei portafogli delle istituzioni di private welfare. Il mercato finanziario italiano navigherebbe in un mare di conflitti d’interesse cui sarebbe arduo porre rimedio.

Ma ciò che appare ragionevolmente certo è che il futuro sarà caratterizzato da rischi e incertezze cui la famiglie non erano più abituate e a fronte dei quali la loro propensione al rischio potrebbe risultare assai contenuta. Vale dunque la pena spingere la famiglie appartenenti alle classi meno abbienti a adottare i modelli delle classi più agiate ?

Si consideri infatti che parte dei rischi finanziari quelli associati a variazioni non attese dei prezzi i cui modelli di copertura – a fronte dei fallimenti recenti - dovranno tuttavia essere rivisitati per incorporare gli effetti della crisi. Tali modelli sono stati (forse) utili per segnalare alcuni rischi crescenti d’instabilità finanziaria, ma non potevano certo prevedere il se, il quando ed il quanto dello scoppio della crisi ed il fallimento di molti intermediari finanziari come Lehman Brothers.

Appartengono invece all’insieme degli eventi imprevedibili e non assicurabili sia quelli conseguenti ai comportamenti futuri dei governi per contenere gli effetti della crisi finanziaria anche sulle economie reali, sia quelli sul valore di medio e lungo periodo degli assets; compresi quelli delle istituzioni finanziarie (e loro prestazioni) di private welfare deputate alla tutela del capitale umano. Così com’è risultato inoppugnabile nel corso della crisi in atto, i contratti relativi a prodotti finanziari collocati nei diversi portafogli non hanno assicurato il contraente contro il rischio di default delle istituzioni finanziarie (con merito di credito assai elevato) che avevano emesso il titolo sottostante.

Escluso che sia possibile o auspicabile eliminare alla radice la componente di rischio incorporato in ogni strumento finanziario negoziato sui mercati dei capitali (seguirebbe la precoce e perniciosa scomparsa d’ogni innovazione finanziaria) non rimane che apprendere la lezione della crisi in atto e domandarci conclusivamente con quali provvedimenti sostitutivi del mercato mobiliare cre-

are una rete di sicurezza per tutelare al meglio il capitale umano delle famiglie lungo l'arco di tutta la loro vita.

Una possibile conclusione potrebbe allora essere quella di rinunciare alla seconda gamba fino a quando essa è così fragolina e poco cresciuta per non dovere anche da noi destinare risorse pubbliche per garantire i rendimenti dei mercati finanziari a tutte le classi sociali invece che il capitale umano delle famiglie tramite il tradizionale stato sociale.

Molto si discute di come dare unità e forza all'Europa e molti chiedono un nuovo regolatore dei mercati finanziari di rango europeo per dare maggiore stabilità e trasparenza al mercato finanziario.

Anche la costruzione di una rete di protezione sociale europea (attuata da una sorta d'*European Social Security Act*) che tuteli uniformemente il capitale umano delle famiglie, con istituzioni, prestazioni, garanzie e contribuzioni tendenzialmente eguali in ogni paese dell'euro sarebbe il miglior completamento della unione monetaria ed anche del mercato del lavoro europeo; un formidabile scudo contro l'approfondirsi delle prossime (speriamo il più lontano possibile) inevitabili e imprevedibili crisi finanziarie e dei suoi effetti sull'andamento delle economie reali e dei mercati finanziari, ma anche un impegno delle istituzioni politiche più direttamente coinvolte per la tutela del benessere dei loro cittadini.

La lezione da apprendere dalla crisi esplosa nel 2008 dovrebbe dunque essere rivolta al sistema politico dei diversi stati dell'UE che dovranno disegnare i nuovi confini tra stato e mercati dei capitali guidando la transizione di quello e questi verso nuovi assetti con esclusione dei due casi polari: nazionalizzazione delle attività produttive e disordine dei mercati dei capitali incentivato dallo stato garante d'ultima istanza. Anche ortodossi e scismatici sarebbe in accordo tra loro per evitare di cadere nei due casi polari.

17 maggio 2009