

ECONOMIA ITALIANA

Fondata da Mario Arcelli

L'Italia dopo il Covid: le sfide da vincere

2021 / 1

 **LUISS**

CASMEF Centro Arcelli
per gli Studi Monetari e Finanziari

UNIVERSITÀ CATTOLICA del Sacro Cuore

CESPEM

Centro Studi di Politica economica
e monetaria "Mario Arcelli"

Economia Italiana

Fondata da Mario Arcelli

COMITATO SCIENTIFICO

(Editorial board)

CO-EDITORS

GIUSEPPE DE ARCANGELIS - Sapienza, Università di Roma

ALBERTO PETRUCCI - LUISS Guido Carli

PAOLA PROFETA - Università Bocconi

MEMBRI DEL COMITATO *(Associate Editors)*

CARLOTTA BERTI CERONI

Università di Bologna

LORENZO CODOGNO

London School of Economics and Political Science

GIUSEPPE DI TARANTO,

LUISS Guido Carli

STEFANO FANTACONE

Centro Europa Ricerche

EMMA GALLI

Sapienza, Università di Roma

PAOLO GIORDANI

LUISS Guido Carli

GIORGIA GIOVANNETTI

Università di Firenze

ENRICO GIOVANNINI

Università di Roma "Tor Vergata"

ANDREA MONTANINO

Cassa Depositi e Prestiti

SALVATORE NISTICÒ

Sapienza, Università di Roma

FRANCESCO NUCCI

Sapienza, Università di Roma

ANTONIO ORTOLANI

AIDC

ALESSANDRO PANDIMIGLIO

Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio" Chieti - Pescara

BENIAMINO QUINTIERI

Università di Roma "Tor Vergata"

PIETRO REICHLIN

LUISS Guido Carli

FABIANO SCHIVARDI

LUISS Guido Carli

MARCO SPALLONE

Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio" Chieti - Pescara

FRANCESCO TIMPANO

Università Cattolica del Sacro Cuore

MARIO TIRELLI

Università Roma Tre

GIOVANNA VALLANTI

LUISS Guido Carli

DIRETTORE RESPONSABILE: GIOVANNI PARRILLO

ADVISORY BOARD

PRESIDENTE

PAOLO GUERRIERI - SAPIENZA, UNIVERSITÀ DI ROMA

CONSIGLIO

FEDERICO ARCELLI, Center for International Governance Innovation

RICCARDO BARBIERI, Tesoro

CARLO COTTARELLI, Università Cattolica del Sacro Cuore

SERGIO DE NARDIS, Sep-LUISS

GIORGIO DI GIORGIO, Editrice Minerva Bancaria

ANDREA FERRARI, AIDC

EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia

MARCO VALERIO MORELLI, Mercer

ROBERTA PALAZZETTI, British American Tobacco Italia

VLADIMIRO GIACCHÈ, Banca del Fucino

MAURO MICILLO, Intesa Sanpaolo

STEFANO MICOSI, Assonime

ROBERTO MONDUCCI, ISTAT

LUCA PETRONI, DELOITTE

CLAUDIO TORCELLAN, Oliver Wyman

ALBERTO TOSTI, Sara Assicurazioni

Economia italiana

Fondata da Mario Arcelli



FONDAZIONE
DI PIACENZA E VIGEVANO



AIDC
Associazione Italiana
Dottori Commercialisti

numero 1/2021

Pubblicazione quadrimestrale

Roma

ECONOMIA ITALIANA

Rivista quadrimestrale fondata nel 1979 da Mario Arcelli

DIRETTORE RESPONSABILE

Giovanni Parrillo, Editrice Minerva Bancaria

COMITATO DI REDAZIONE

Simona D'Amico (*coordinamento editoriale*)

Francesco Baldi

Nicola Borri

Stefano Marzioni

Rita Mascolo

Guido Traficante

Ugo Zannini

(*Pubblicità inferiore al 70%*)

Autorizzazione Tribunale di Roma n. 43/1991

ISSN: 0392-775X

Gli articoli firmati o siglati rispecchiano soltanto il pensiero dell'Autore e non impegnano la Direzione della Rivista.

I *saggi* della parte monografica sono a invito o pervengono a seguito di call for papers e sono valutati dall'editor del numero.

I *contributi* vengono valutati anonimamente da due referee individuati dagli editor o dalla direzione e redazione tra i membri del Comitato Scientifico.

Le *rubriche* sono sottoposte al vaglio della direzione/redazione.

Finito di stampare nel mese di giugno 2021 presso Press Up, Roma.

www.economiaitaliana.org

Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
redazione@economiaitaliana.org

AMMINISTRAZIONE EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.
presso Smart Accounting Srl, Viale di Villa
Massimo, 29 - 00161 - Roma -
amministrazione@editriceminervabancaria.it

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

Sommario

L'Italia dopo il Covid-19: le sfide da vincere

EDITORIALE

- 5 L'Italia dopo il Covid: le sfide da vincere
Riccardo Barbieri Hermitte, Francesco Nucci

SAGGI

- 17 A simple method to estimate firms liquidity needs during the Covid-19 crisis with an application to Italy
Fabiano Schivardi, Guido Romano
- 51 Gli impatti delle misure di tutela del lavoro nel 2020
Eliana Viviano
- 73 The Resilience of Global Value Chains during the Covid-19 pandemic: the case of Italy
Simona Giglioli, Giorgia Giovannetti, Enrico Marvasi, Arianna Vivoli
- 125 L'Italia dopo il Next Generation EU: scenari a confronto
Lucia Cossaro, Lorenzo Forni, Stefania Tomasini

CONTRIBUTI

- 163 Covid shock, debito pensionistico e debito pubblico
Ignazio Visco

RUBRICHE

- 189 Dopo la pandemia, il ruolo delle Fondazioni di origine bancaria
Francesco Profumo
- 197 “Un futuro migliore” è più verde, più consapevole, più equo e più
innovativo
Roberta Palazzetti
- 203 Le sfide per l’Italia dopo il Covid: per un’amministrazione moderna
e amica del cittadino
Andrea Ferrari
- 209 Considerazioni per niente cupe su trasporti e transizione green
Mariano Bella
- 219 Le sfide dell’Italia dopo il Covid. Come abbiamo affrontato
l’emergenza e cosa abbiamo imparato. Il caso Sara Assicurazioni
Alberto Tosti, Marco Brachini
- 225 L’impatto della pandemia sull’andamento dei prestiti alle imprese
e sui crediti deteriorati
Elisa Coletti

Covid shock, debito pensionistico e debito pubblico

Ignazio Visco *

Sintesi

Il debito pubblico e quello pensionistico, già elevati in rapporto al PIL in molti paesi, sono destinati a crescere ancora per effetto della crisi pandemica. Nel valutare la sostenibilità delle finanze pubbliche, un ruolo importante è svolto dalle previsioni macroeconomiche che, anche per la pandemia, appaiono oggi particolarmente complesse. Indicatori quali quelli prodotti dalla Commissione europea forniscono per l'Italia valori confortanti, riflesso del passaggio del nostro sistema pensionistico a uno schema a ripartizione con contribuzione definita. Resta però necessario continuare a promuovere la previdenza complementare. Nel medio periodo, inoltre, l'azione di politica economica deve porsi l'obiettivo di una correzione dei saldi di bilancio, da attuarsi con decisione quando le condizioni macroeconomiche saranno più favorevoli. La questione cruciale resta, tut-

* Banca d'Italia. Questo articolo è una versione aggiornata e rivista dell'intervento effettuato alla conferenza online "Gli Stati generali delle pensioni", organizzata dall'Università Bocconi il 4 novembre 2020. Ringrazio tutti i partecipanti, Carlo Favero per il gradito invito e, per i loro contributi, Fabrizio Balassone, Massimo Sbracia e Pietro Tommasino.

tavia, quella della crescita: il ritorno, dopo la crisi, a tassi di espansione stabili ed equilibrati consentirà anche di ridurre il peso del debito pubblico senza operare consolidamenti di bilancio eccessivamente onerosi.

Abstract - Covid shock, pension debt and public debt

Public debt and pension debt, already high relative to GDP in many countries, are set to grow further as a result of the pandemic crisis. In assessing the sustainability of public finances, an important role is played by macroeconomic forecasts which, due to the pandemic, appear particularly complex today. Indicators such as those produced by the European Commission provide comforting values for Italy, mirroring the transition of our pension system to a pay-as-you-go scheme with defined contribution. However, it remains necessary to continue to promote supplementary private pensions. In addition, in the medium term, economic policy must aim at correcting decisively the fiscal balance, when macroeconomic conditions are more favorable. The crucial issue, however, remains that of growth: the return, after the crisis, to stable and balanced rates of expansion will also make it possible to reduce the weight of public debt without carrying out excessively burdensome fiscal consolidation.

JEL Classification: H63; H68; H55.

Parole chiave: Sostenibilità del debito; Debito implicito; Pensioni.

Keywords: *Debt sustainability; Implicit debt; Pensions.*

1. Introduzione

Già prima della pandemia, in molti paesi avanzati il livello del debito pubblico risultava alto in prospettiva storica, in particolare a causa, nell'area dell'euro, dell'eredità della crisi dei debiti sovrani (FMI, 2018). Anche la sostenibilità dei sistemi pensionistici era oggetto di attenzione: in diverse economie l'effetto dell'invecchiamento della popolazione sulla spesa pubblica appariva solo in parte compensato dal generale inasprimento dei requisiti per il pensionamento.

La pandemia e le misure adottate per il suo contenimento hanno esacerbato entrambi i problemi. Il rapporto tra debito pubblico e prodotto salirà ovunque per effetto della recessione (sia in modo diretto sia attraverso l'operare degli ammortizzatori automatici di bilancio) e delle misure espansive discrezionali. L'aumento della disoccupazione si rifletterà, almeno nel breve periodo, in più alti tassi di pensionamento e in minori entrate contributive.

Questo articolo si concentra sui problemi di lungo periodo posti da un debito pubblico e da un debito pensionistico elevati. I più utilizzati indicatori di sostenibilità delle finanze pubbliche (che considerano sia la tendenza del debito pubblico sia gli andamenti pensionistici) si basano su proiezioni di lungo periodo relative all'evoluzione delle principali variabili macroeconomiche e demografiche; la costruzione di scenari affidabili è però estremamente difficile.

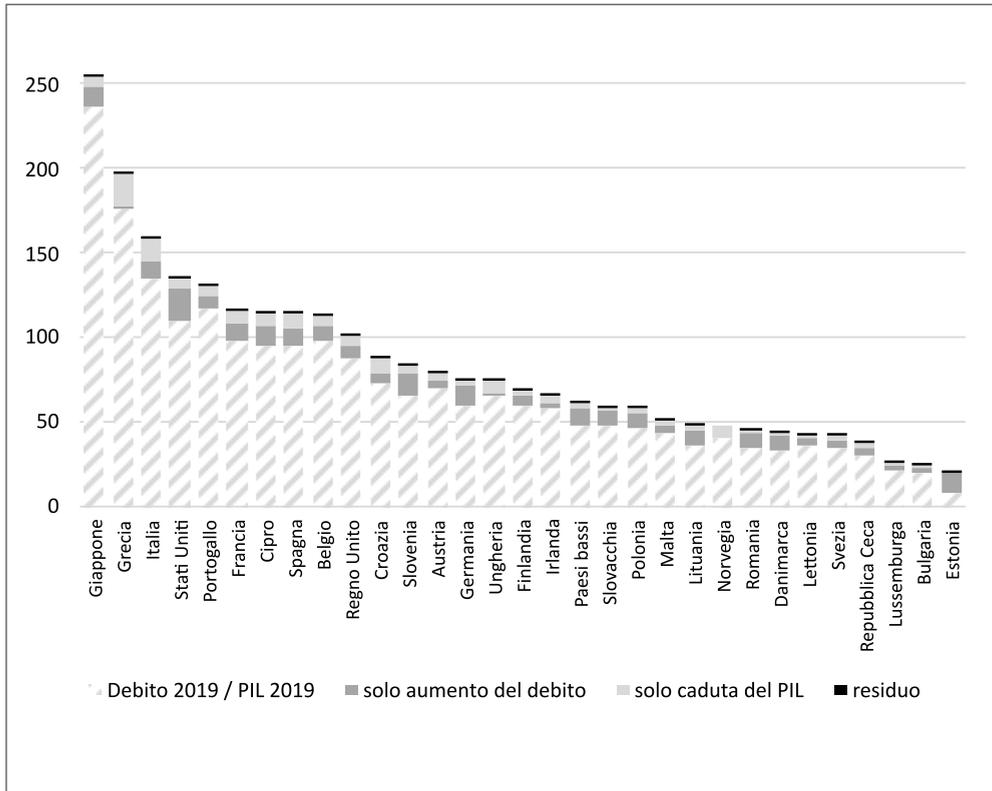
L'impatto delle variabili di contesto sulla sostenibilità del debito pensionistico – e di riflesso sulle finanze pubbliche – dipende in buona misura dalle regole in vigore in ciascun paese. Ad esempio, l'equilibrio finanziario dei sistemi a contribuzione definita (CD), siano essi a capitalizzazione o a ripartizione, è tendenzialmente più solido di quelli a prestazione definita (PD). Tuttavia queste distinzioni non vanno eccessivamente enfatizzate: in ultima analisi quello che soprattutto rileva è il raggiungimento di capacità di sviluppo economico di lungo periodo sufficienti a garantire standard di vita adeguati sia ai pensionati sia ai lavorato-

ri attivi. In un'economia che cresce si può temperare il contenimento della spesa in rapporto al prodotto interno lordo (PIL) con l'erogazione di prestazioni socialmente adeguate. Il ritorno, dopo la crisi pandemica, a una crescita duratura ed equilibrata consentirà anche di ridurre il peso del debito pubblico senza operare un consolidamento di bilancio eccessivamente oneroso.

Nelle pagine che seguono si illustra la relazione tra debito pubblico e debito pensionistico e si considerano gli indicatori di sostenibilità delle finanze pubbliche, soffermandosi sul ruolo delle previsioni macroeconomiche (sez. 2). Si discutono quindi i principali problemi di previsione, anche alla luce del possibile impatto della pandemia da Covid-19 (sez. 3). Si analizzano poi le caratteristiche dei principali sistemi pensionistici e le sfide che essi pongono per le finanze pubbliche (sez. 4). Infine si discutono alcune possibili linee di intervento e si traggono le principali conclusioni (sez. 5).

2. Debito pensionistico e debito pubblico: i principali indicatori

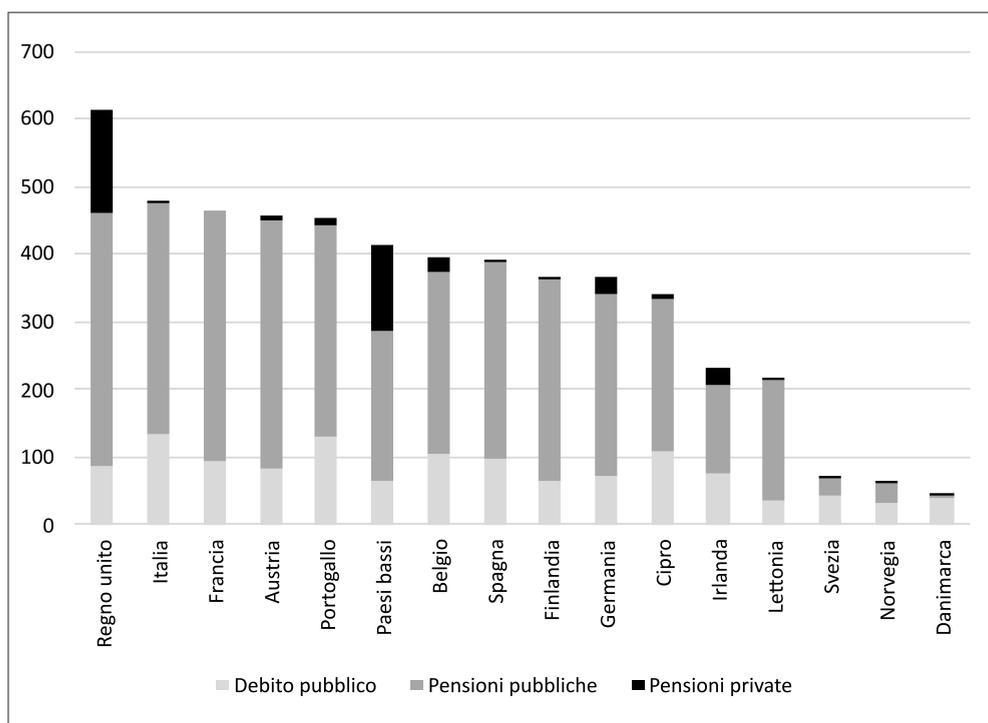
In Italia, come nel resto d'Europa, l'impatto sul debito pubblico della crisi pandemica e delle misure di bilancio discrezionali adottate per mitigarla è notevole (fig. 1). Anche le ripercussioni sui sistemi pensionistici saranno, per lo meno nel breve periodo, significative. I sistemi a capitalizzazione risentiranno del calo registrato dai rendimenti finanziari (che riduce il valore del montante accumulato) e l'aumento della disoccupazione avrà l'effetto di ridurre i versamenti dei lavoratori ai fondi. Per quanto riguarda i sistemi pubblici a ripartizione, la riduzione degli occupati ridurrà le entrate contributive e probabilmente aumenterà gli esborsi, dato che chi ha perso il lavoro in questi mesi tenderà, se le regole glielo consentono, a pensionarsi.

Figura 1 **Debito pubblico in percentuale del PIL nel 2020**

Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea

Già prima della pandemia le prospettive dei sistemi pensionistici in molti paesi avanzati destavano preoccupazione. A livello europeo si è recentemente prodotta una misura del debito pensionistico già “maturato” (*accrued-to-date*), definito come il valore presente scontato delle pensioni che andranno pagate a chi è assicurato (per la quota parte proporzionale a quanto già versato) o già pensionato. Non vengono quindi inclusi gli impegni che matureranno a fronte dei contributi sociali versati dai lavoratori in futuro. Dal punto di vista statistico si tratta di un passo avanti rilevante, perché per la prima volta si è utilizzata una metodologia condivisa (fig. 2).

Figura 2 **Debito pubblico e debito pensionistico pubblico e privato (1)**



(1) Dati riferiti al 2015.

Fonte: Eurostat.

Il debito pensionistico maturato si riferisce solo alle promesse pensionistiche fatte dalle amministrazioni pubbliche. Promesse pensionistiche sono però fatte anche da fondi pensione estranei alla pubblica amministrazione, laddove essi siano del tipo PD. È importante monitorare anche questa particolare forma di “debito pensionistico” perché – soprattutto in quei paesi in cui essi rappresentano una componente importante della pensione – in caso di fallimento di tali fondi potrebbe essere molto forte la pressione politica affinché lo Stato si faccia carico delle promesse fatte dal fondo. D’altra parte non si può escludere che, se si verificassero forti shock negativi “sistemic” sui rendimenti, anche gli aderenti

ai fondi pensione del tipo CD (attivi o già in pensione) possano richiedere l'intervento dello Stato.

Bisogna a questo punto osservare che non è corretto “sommare” debito pubblico (esplicito) e debito pensionistico (implicito). Il secondo si differenzia infatti dal primo per varie ragioni: (a) l'entità e la tempistica del suo “rimborso” – contrariamente a quelle di un titolo pubblico – non sono certe *ex ante*, ma dipendono dalle scelte di pensionamento dei singoli cittadini e dalla loro longevità; (b) il debito pensionistico pubblico non deriva da un contratto esigibile di fronte a una corte ordinaria: lo Stato può cambiare entro certi limiti la tempistica e l'entità del “rimborso”, incorrendo certamente in costi “sociali e politici”, ma non in costi “giuridici”; (c) il “cittadino-creditore” non può alienare il suo “credito pensionistico” su un mercato secondario, derivandone, tra l'altro, che il debito pensionistico non comporta rischi di breve periodo connessi con il suo “rifiinanziamento” (Franco, 1995).

Il punto cruciale è che il debito implicito si trasforma gradualmente nel tempo in debito esplicito nella misura in cui la spesa pensionistica concorre a determinare i disavanzi futuri. Come noto, in ciascun periodo t il rapporto tra il debito pubblico e il PIL (d_t) dipende dal tasso di interesse (r_t), dal tasso di crescita del PIL (g_t) e dall'avanzo primario (in rapporto al PIL, ap_t), che include la spesa per pensioni e le entrate contributive:

$$d_t = \frac{1 + r_t}{1 + g_t} d_{t-1} - ap_t \quad (1)$$

Iterando in avanti l'equazione (1) e imponendo che il rapporto tra debito e PIL non “esploda”, si arriva al vincolo di bilancio intertemporale dell'operatore pubblico; quest'ultimo stabilisce che il debito di oggi non deve superare la somma degli avanzi futuri scontati:

$$\sum_{t=1}^{\infty} ap_t \prod_{j=1}^t \left(\frac{1+g_j}{1+r_j} \right) \geq d_0 \quad (2)$$

La condizione (2) chiarisce perché il debito pensionistico “maturato” non sia generalmente considerato negli indicatori di sostenibilità del sistema: esso non tiene conto dell’impatto sui saldi primari futuri né delle pensioni di chi ancora non è ancora entrato nel mercato del lavoro, né dei contributi che saranno versati¹.

Per valutare la sostenibilità delle finanze pubbliche è dunque necessario considerare le previsioni di lungo periodo dei conti pubblici. È utile, pertanto, fare riferimento a indicatori sintetici che sono basati su tali proiezioni. Quello più comunemente utilizzato è l’indicatore S2 (che la Commissione europea calcola per tutti i paesi dell’Unione europea), ovvero l’aumento immediato e permanente dell’avanzo primario (in rapporto al PIL) necessario per soddisfare il vincolo di bilancio intertemporale dell’operatore pubblico².

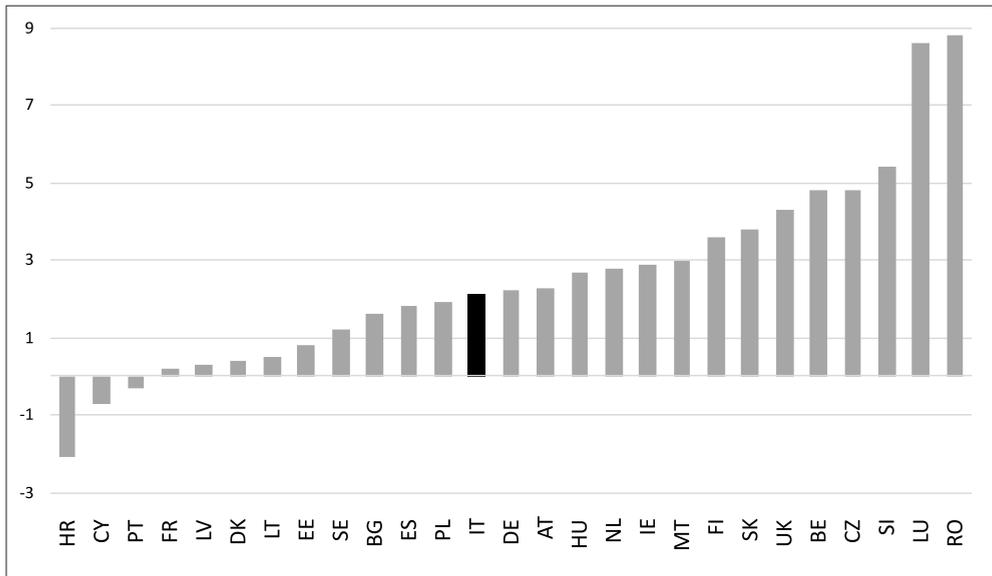
In termini formali, se si definisce $ap_t^{pol\ inv}$ il valore al tempo t dell’avanzo primario (in rapporto al PIL) che si registrerebbe a politiche invariate, si può definire S2 come:

$$\sum_{t=1}^{\infty} (ap_t^{pol\ inv} + S2) \prod_{j=1}^t \left(\frac{1+g_j}{1+r_j} \right) = d_0 \quad (3)$$

-
- 1 Il debito pensionistico maturato è però utile per due tipologie di analisi: (i) se interpretato (col segno invertito) come ricchezza pensionistica dei lavoratori, può essere usato, insieme alle altre forme di ricchezza, per spiegare i comportamenti di consumo e risparmio (un esercizio simile per l’Italia è stato condotto nei primi anni novanta da Rossi e Visco, 1995); (ii) nel caso in cui si volesse procedere a una totale privatizzazione del sistema pensionistico pubblico, esso misura quanto lo Stato dovrebbe erogare per compensare gli iscritti al sistema pubblico, che verrebbe chiuso (anche se la compensazione potrebbe essere effettuata in modo dilazionato nel tempo).
 - 2 L’indicatore S2 non è esente da limiti teorici e pratici. Per una rassegna critica dei principali indicatori di sostenibilità si possono vedere Tommasino (2016) e Corsetti (2018).

L'indicatore S2, derivato dall'equazione (3), misura quindi di quanto dovrebbe essere oggi innalzato l'avanzo primario per consentire che il debito pubblico sia interamente ripagato nel tempo. Le ultime stime disponibili di questo indicatore sono precedenti allo scoppio della pandemia da Covid19 (fig. 3).

Figura 3 **Indicatore S2 (scenario di base)**



Fonte: Commissione europea.

Per l'Italia la stima era pari al 2,1 per cento, inferiore a quelle di paesi quali la Germania, l'Austria e i Paesi Bassi, quasi la metà della stima per la Finlandia. Tale valore risulta coerente con un avanzo primario dell'ordine del 3 per cento del PIL, un valore appena superiore a quello registrato nel decennio precedente l'inizio della pandemia.

3. I problemi di previsione

L'evoluzione futura delle variabili da cui dipendono la sostenibilità del debito pubblico implicito ed esplicito e degli schemi privati di tipo PD è particolarmente difficile da prevedere (Visco, 2015).

Consideriamo in primo luogo gli andamenti demografici. Una variabile cruciale è costituita dal tasso di dipendenza, il rapporto, cioè, tra popolazione “anziana” (convenzionalmente considerata tale se in età superiore ai 65 anni) e popolazione in età da lavoro (generalmente definita come quella compresa tra i 15 e i 64 anni). Per l'Italia, così come per la maggior parte degli altri principali paesi, tale rapporto è previsto aumentare sensibilmente nei prossimi decenni in connessione con l'evoluzione di due fattori fondamentali: il tasso di fecondità e la longevità della popolazione.

Per quanto riguarda il primo fattore, nella quasi totalità dei paesi europei la tendenza prevista è quella di una lieve crescita del numero medio di figli per donna in età feconda (15-49). Il suo livello resterebbe, tuttavia, significativamente al di sotto di 2,1, il valore che assicura l'invarianza della popolazione (fig. 4). La crisi attuale potrebbe peggiorare la situazione: vi è infatti evidenza che le recessioni possano ridurre la fecondità in modo persistente³.

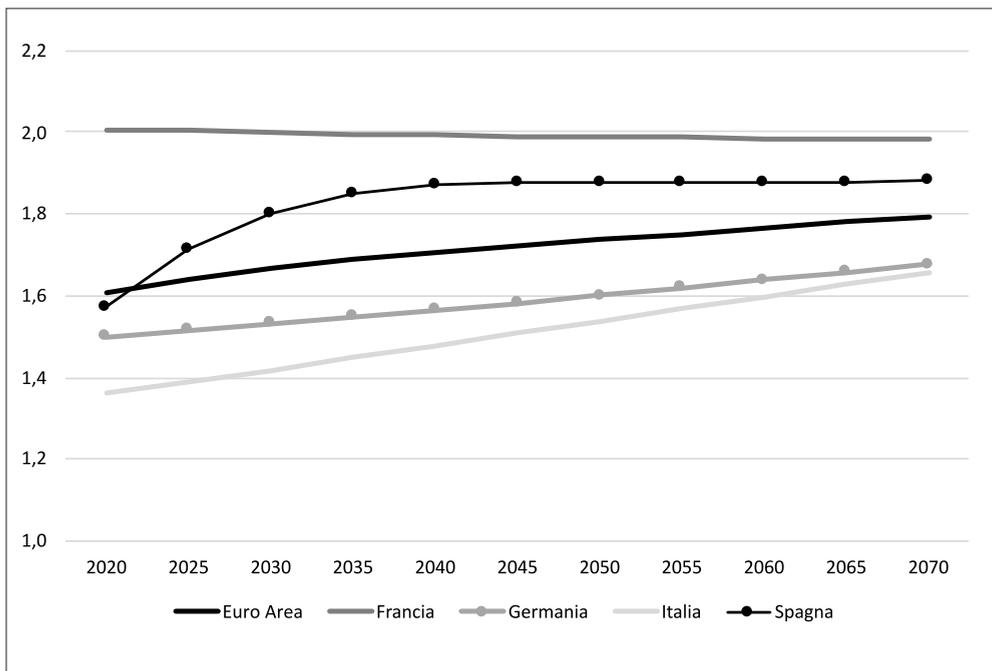
Sulla base di una stima per l'Italia dell'elasticità della fecondità alla disoccupazione (effettuata su dati riferiti al quarantennio 1980-2019; fig. 5), Caracciolo et al. (2021) calcolano che la crisi pandemica potrebbe ridurre le nascite di oltre 120.000 unità nel complesso del triennio 2020-2023 (fig. 6A)⁴. Assumendo che nei successivi dieci anni la natalità converga gradualmente ai livelli previsti

3 Si vedano, ad esempio, i contributi di Kearney e Levine (2020) sull'impatto dell'influenza spagnola del 1918, di Matysiak et al. (2020) sulle ripercussioni della Grande Recessione del 2008-2013 e, infine, di Aassve et al. (2020) sui possibili effetti della pandemia da Covid-19.

4 Si tratta di stime che risentono dell'incertezza connessa con le numerose determinanti delle scelte riproduttive (che, come è ovvio, non sono esclusivamente economiche) nonché con gli sviluppi macroeconomici dei prossimi anni, pure particolarmente difficili da anticipare in questa fase.

dall'ISTAT prima del Covid (Scenario A), ciò si tradurrebbe in un tasso di dipendenza più elevato di circa 1,8 punti percentuali in media nel periodo 2030-2060 rispetto a quanto si sarebbe osservato senza pandemia (fig. 6B); se la convergenza avvenisse in trenta anni anziché in dieci (Scenario B), la differenza con le previsioni dell'ISTAT supererebbe, in media, i 2 punti percentuali.

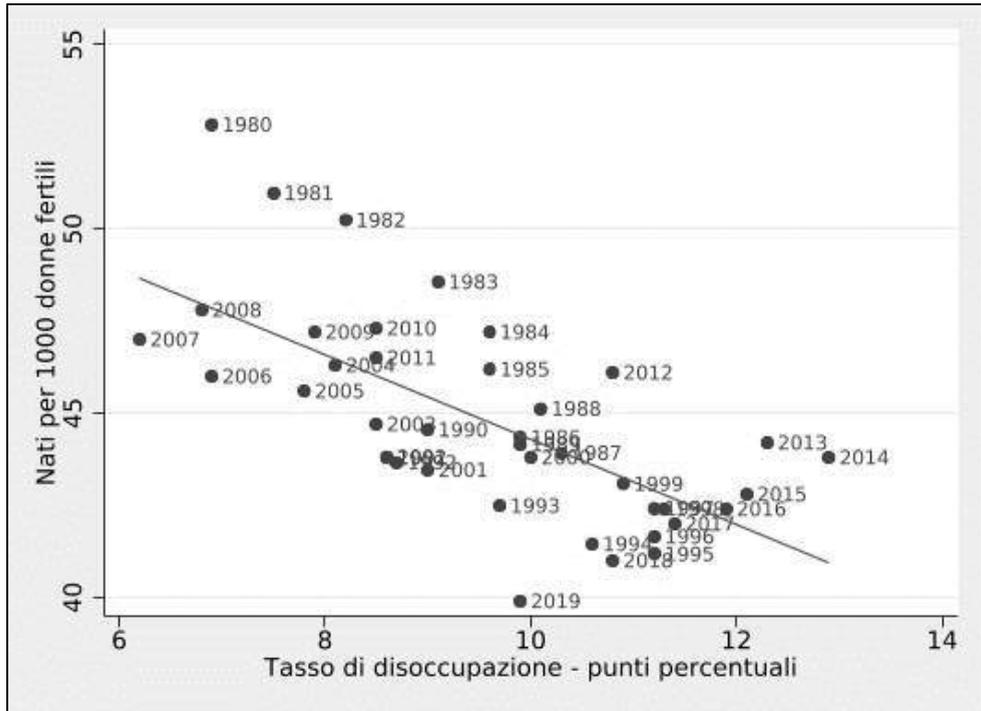
Figura 4 Tassi di fecondità



Fonte: Eurostat.

Per quanto riguarda la longevità, in passato il suo aumento ha in molti paesi superato le previsioni. La cosiddetta speranza di vita (la vita media alla nascita) dipende da una pluralità di fattori, tra cui l'esistenza di un limite biologico all'età, il possibile impatto di future scoperte mediche, l'inquinamento ambientale, il verificarsi di nuove pandemie.

Figura 5 Relazione tra fecondità e disoccupazione



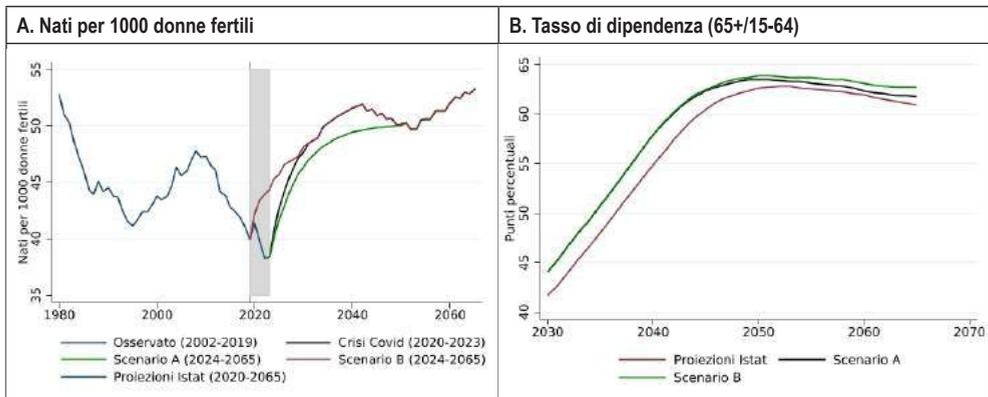
Fonte: elaborazioni su dati ISTAT.

Un ruolo importante è inoltre giocato dai comportamenti sociali (come il fumo e altre dipendenze, l'obesità, ecc.). Come per la fecondità, anche per la longevità le difficoltà economiche possono avere effetti tutt'altro che trascurabili, anche nei paesi avanzati. Negli Stati Uniti, ad esempio, solo nel 2019 l'aspettativa di vita si è riportata su valori analoghi a quello massimo registrato nel 2014; secondo Case e Deaton (2015), il sostanziale ristagno dell'aspettativa di vita è in buona parte ascrivibile all'aumento delle morti per suicidio, abuso di farmaci e alcolismo registrati nella popolazione bianca, poco scolarizzata e in età da lavoro.

Per prevedere l'evoluzione della longevità si utilizzano ampiamente tecniche basate su serie temporali (spesso partendo da tavole demografiche incomplete e aggiornate con notevoli ritardi). Un contributo fondamentale è il modello pro-

posto da Lee e Carter (1992), che prende in considerazione esplicitamente la possibilità che il declino della mortalità sia specifico all'età (ad esempio, che i miglioramenti più forti riguardino le persone più anziane). Tuttavia tanto le stime di questo modello quanto quelle di modelli più recenti, meno rigidi e particolarmente utilizzati in ambito finanziario (quale quello proposto da Cairns et al., 2006) sono soggette a errori di stima significativi e persistenti (si veda, ad esempio, Maccheroni e Nocito, 2017).

Figura 6 **Fecondità e implicazioni per il tasso di dipendenza**



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT.

Va inoltre osservato che la distribuzione della mortalità è caratterizzata da code più “spesse” di quelle di una distribuzione gaussiana: se anche disponessimo di un modello in grado di formulare previsioni accurate della tendenza centrale e di minimizzare così il rischio di trend, resteremmo comunque esposti a significativi “rischi di coda”. Oltre agli scenari “di base” andrebbe quindi prestata sufficiente attenzione ai risultati di scenari alternativi. Sarebbe anche utile, negli esercizi di previsione della spesa per pensioni, modellare esplicitamente l’incertezza derivante dalla demografia (Favero e Bisetti, 2014).

Un ulteriore elemento di incertezza riguarda il tasso di crescita della produttività, che potrebbe risentire permanentemente della pandemia. Su di esso potrebbero ad esempio influire fattori quali la ridefinizione delle catene globali del valore, l'uscita dai mercati di imprese profittevoli ma illiquide, la scarsa propensione a investire dovuta all'incremento dell'incertezza, la riduzione della partecipazione al lavoro dovuta a fenomeni di isteresi. Occorre considerare, inoltre, che le aspettative – e quindi i comportamenti – degli agenti economici possono essere influenzate permanentemente dall'aver effettivamente sperimentato condizioni, estremamente negative, ancorché infrequenti (risultato, per l'appunto, dei suddetti rischi “di coda”), come il verificarsi di una pandemia⁵.

Un ultimo elemento di incertezza riguarda l'andamento futuro dei tassi di interesse. Se nel breve periodo essi possono in buona parte risentire delle scelte di politica monetaria, nel più lungo periodo non possono che dipendere all'evoluzione di variabili “fondamentali” quali le potenzialità di crescita dell'economia, la struttura per età della popolazione, l'avversione al rischio. Sono queste, presumibilmente, le principali variabili che determinano un tasso di interesse di equilibrio di lungo periodo (r^* , un tasso, secondo alcuni, “naturale”), compatibile con la stabilità dei prezzi e la crescita “potenziale” dell'economia (fig. 7). Quest'ultima registra da molti anni un continuo declino, spiegabile – oltre che con il rallentamento della dinamica del PIL – con l'aumento della propensione al risparmio⁶, la scarsità di attività prive di rischio (Caballero e Farhi, 2018) e le scarse opportunità di investimento (Gordon, 2014).

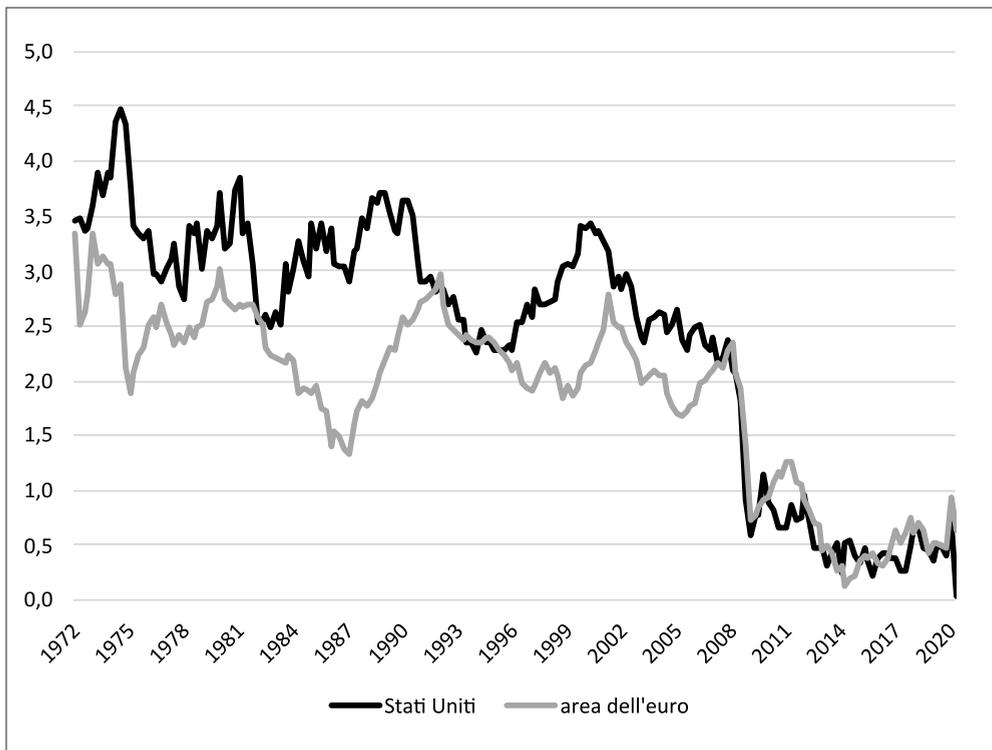
Sulla possibilità che in futuro r^* inverta la tendenza storica alla discesa, c'è dibattito tra gli economisti. Mentre l'opinione più diffusa è che continuerà a decrescere, in un contributo recente Goodhart e Pradhan (2020) sostengono che

5 Si vedano, ad esempio, Benigno e Fornaro (2018) e, con riferimento alla pandemia da Covid-19, Fornaro e Wolf (2020) e Kozlowski et al. (2020).

6 Tra i numerosi contributi sull'ipotesi detta di stagnazione secolare si vedano, in particolare, Eggertsson et al. (2019), Marx et al. (2019) e Rachel e Summers (2019).

le dinamiche demografiche tenderanno ad accrescere la spesa pubblica collegata all'invecchiamento, scoraggiando perciò il risparmio individuale e causando un aumento di r^* . In molti paesi gli alti livelli di indebitamento pubblico e privato potrebbero inoltre generare pressioni al rialzo sui prezzi: l'incertezza connessa con l'andamento futuro dell'inflazione si tradurrebbe in un maggiore premio per il rischio e, anche per questa via, in più alti tassi di interesse reali.

Figura 7 Tasso di interesse "naturale"



Fonte: Riserva federale di New York, modello Holston-Laubach-Williams (2017).

4. Le sfide per i sistemi pensionistici e per le finanze pubbliche

Non tutti i sistemi pensionistici sono vulnerabili allo stesso modo alle dinamiche macroeconomiche e demografiche future. In generale, gli schemi a prestazione definita (sia a ripartizione sia a capitalizzazione) tendono a essere più fragili di quelli a contribuzione definita.

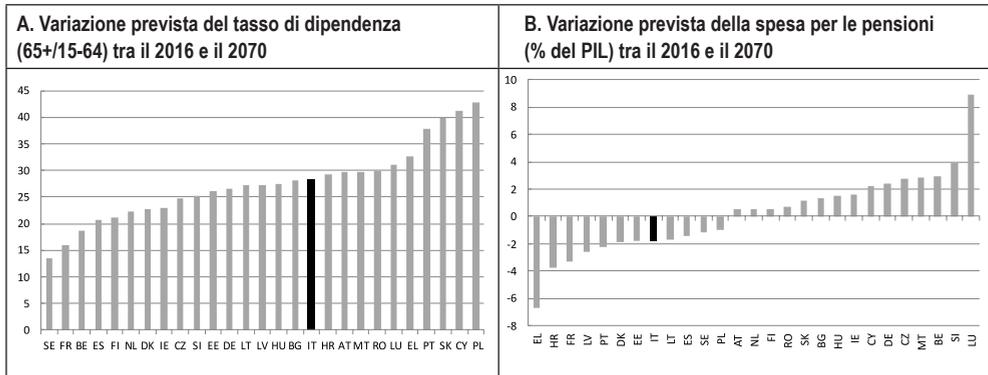
I sistemi pensionistici pubblici del tipo CD, come quello italiano, sono più resilienti di quelli del tipo PD poiché il trattamento garantito al singolo lavoratore dipende in modo automatico dalla crescita registrata in passato e dalla longevità prevista al momento del pensionamento. L'equilibrio finanziario a livello aggregato dei sistemi a ripartizione di tipo CD risulta robusto a shock macroeconomici e demografici. Inoltre, poiché l'ammontare della pensione è strettamente connesso con quello dei contributi versati e con l'età di pensionamento, in questi sistemi si riduce l'incentivo al pensionamento anticipato, consentendo allo stesso tempo di dare qualche margine di flessibilità ai singoli lavoratori. Non a caso, nonostante le previsioni di una crescita economica relativamente bassa nei prossimi anni e di un forte aumento del tasso di dipendenza (fig. 8A), la dinamica futura della spesa pubblica per pensioni prevista dalla Commissione europea per l'Italia risulta una delle più contenute a livello europeo (fig. 8B)⁷. Questo risultato è reso possibile non tanto dalla riduzione della pensione unitaria – che pure rimane, in rapporto all'ultima retribuzione, su livelli comparativamente piuttosto elevati – quanto dal pronunciato aumento dell'età effettiva di pensionamento, dovuto al progressivo inasprimento dei requisiti minimi previsti dalla normativa.

Quanto ai fondi pensione privati di tipo CD, quali quelli attivi in Italia, essi hanno rischi molto minori per la stabilità finanziaria di quelli del tipo PD, prevalenti invece in altri paesi. Per questi ultimi il regime di bassi tassi di interesse ha l'effetto di aumentare il valore presente scontato delle passività a bilancio rispetto

⁷ Sui pregi e i limiti dell'attuale sistema pensionistico italiano si veda Franco e Tommasino (2020).

a quello delle attività: diventa pertanto più difficile per i gestori mantenere le promesse pensionistiche fatte agli assicurati. Questi fondi devono inoltre gestire il rischio di longevità (sia che lo facciano direttamente sia che si rivolgano a una società di assicurazione), che risulta particolarmente insidioso poiché non si tratta di un rischio idiosincratico ma di un rischio aggregato (quindi difficilmente diversificabile sui mercati finanziari). Un ulteriore problema è connesso con il cosiddetto “rischio di base”, ossia il fatto che il rischio degli assicurati può differire da quello della popolazione nel suo complesso. Non stupisce, quindi, che in molti paesi sia da tempo in corso un passaggio – almeno per i lavoratori delle coorti più giovani – da fondi di tipo PD a fondi CD; una legge che prevede tale passaggio è attualmente in via di approvazione nei Paesi Bassi.

Figura 8 Tasso di dipendenza e spesa per le pensioni fino al 2070



Fonte: Commissione europea.

In ultima analisi, tuttavia, nessun sistema è completamente isolato da possibili scenari avversi. Nei sistemi CD, in particolare, l'incertezza si sposta dallo Stato e dagli intermediari al singolo risparmiatore. A fronte di rendimenti insufficienti sui mercati finanziari, potrebbe quindi rendersi socialmente necessario l'intervento pubblico. In alternativa, lo Stato potrebbe avere un ruolo nel garantire *ex*

ante un rendimento minimo a questo tipo di fondi a fronte di un premio “equo” come corrispettivo di tale garanzia (Grande e Visco, 2011).

Persino la differenza tra sistemi a ripartizione e a capitalizzazione non va esagerata. In prima battuta, i primi (che siano di tipo PD o CD) sembrano soggetti soprattutto a rischi demografici e di crescita, mentre per i secondi rilevano i rischi connessi con il rendimento di mercato. In ultima analisi, tuttavia, il parametro determinante rimane la crescita economica: a prescindere dalle caratteristiche istituzionali, è da quanto in ciascun anno viene prodotto dalla popolazione attiva che le risorse necessarie per la sopravvivenza (o il benessere) degli inattivi vengono estratte. La priorità quindi, anche per sostenere il debito pubblico e quello pensionistico, è di tornare a più alti, equilibrati e durevoli tassi di crescita economica.

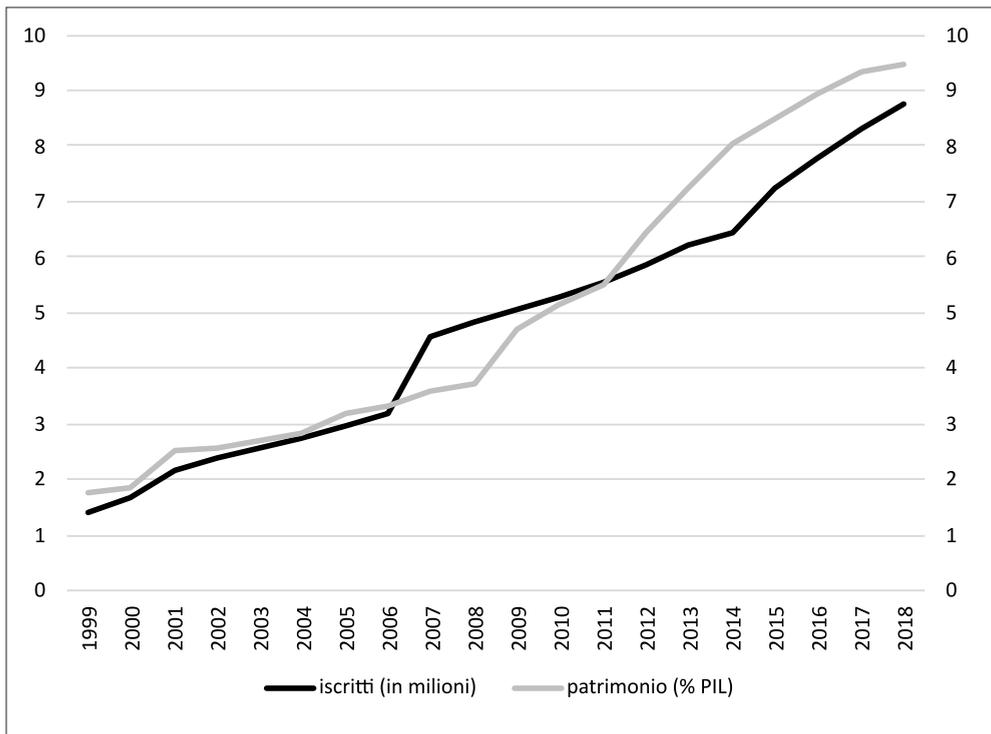
5. Conclusioni

I vantaggi di uno schema a ripartizione con metodo di contribuzione definita (quale quello utilizzato in Italia e in Svezia) sono oggi più evidenti che mai. Grazie ai meccanismi di stabilizzazione insiti nel sistema, tali schemi sono più resilienti a shock macroeconomici e a variazioni dell’aspettativa di vita (sebbene siamo consapevoli che anche questi meccanismi possono essere modificati nel tempo, ad esempio sulla spinta di interventi socio-politici). Essi rispondono inoltre alla necessità di incentivare incrementi del tasso di occupazione, particolarmente rilevanti nei paesi più esposti all’invecchiamento della popolazione.

È tuttavia importante fare in modo che a una maggiore domanda di lavoro da parte dei più anziani si affianchi una adeguata offerta. Oggi si discute dell’utilità di politiche attive del lavoro che garantiscano la formazione e il ricollocamento

di questi lavoratori. Secondo l'OCSE, in Italia meno del 10 per cento dei lavoratori più anziani ha accesso alla formazione, contro il 13 per cento in Francia, il 18 per cento in Spagna e quasi il 30 per cento in Germania.

Figura 9 **Numero di iscritti alla previdenza complementare e patrimonio dei fondi pensione in Italia**



Fonte: Covip.

È necessario, altresì, promuovere la previdenza complementare. Un sistema multi-pilastro è utile al lavoratore perché può consentire il conseguimento di benefici pensionistici adeguati anche a fronte di regole di calcolo meno generose per le pensioni pubbliche, con una migliore diversificazione del rischio. A tal fine, è importante guardare alla dinamica dei costi di amministrazione e delle

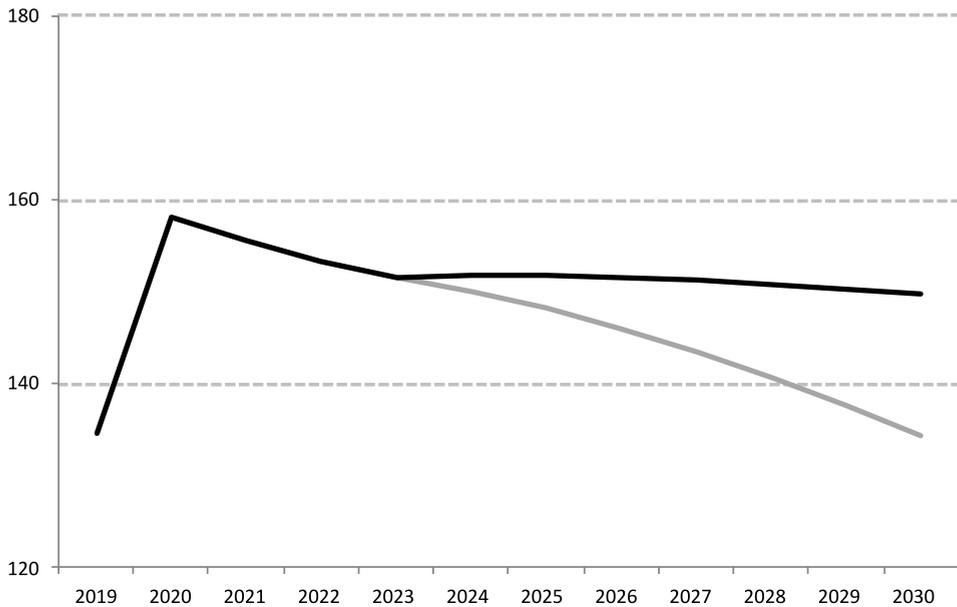
commissioni di gestione dei fondi, non sempre trasparenti. In Italia i tassi di adesione a schemi di previdenza complementare sono cresciuti in modo abbastanza significativo negli anni successivi alla riforma del settore (nel 2005), nonostante le crisi economiche che si sono susseguite e le elevate aliquote contributive del pilastro pubblico (fig. 9). Tuttavia, spesso i versamenti sono insufficienti e discontinui, soprattutto per quei lavoratori che più ne beneficerebbero (i più giovani, i precari, le donne, chi è impiegato nelle piccole imprese); in quest'ottica, gli effetti della crisi pandemica potrebbero essere quindi particolarmente negativi.

Per quanto riguarda i conti pubblici, nel medio periodo l'azione di politica economica non può che porsi l'obiettivo di conseguire un progressivo riequilibrio. Questo vale soprattutto per quei paesi che, come l'Italia, avevano un alto debito pubblico anche prima della pandemia. Assicurare nel prossimo decennio una rapida riduzione del debito, innalzato dagli effetti della pandemia e dalle indispensabili risposte di finanza pubblica, richiederà la massima attenzione alla qualità delle misure di sostegno dell'economia e un graduale aggiustamento dei saldi di bilancio quando le condizioni macroeconomiche saranno più favorevoli.

Nell'analisi pubblicata nell'ultima Relazione annuale della Banca d'Italia, si mostra che con una crescita media dell'attività economica attorno all'1,5 per cento all'anno⁸, un'inflazione che si riporti progressivamente poco al di sotto del 2 per cento, un graduale ritorno dell'avanzo primario dalla metà del periodo considerato all'1,5 per cento del prodotto e un differenziale di rendimento decennale tra i titoli pubblici italiani e quelli tedeschi su valori attorno a 100 punti base, il peso del debito potrebbe riportarsi ai livelli pre-Covid nell'arco di un decennio (fig. 10). Si tratta di un sentiero di consolidamento dei conti non dissimile da quello tratteggiato dal Governo nella recente *Nota di aggiornamento* del DEF.

8 Si veda Banca d'Italia (2020, pp. 59-62) per un'ipotesi su come adeguati e realistici aumenti della partecipazione al mercato del lavoro e dell'occupazione, degli investimenti e della produttività possano portare a una crescita medio annua dell'1,5 per cento nel decennio 2023-2032.

Figura 10 Ipotesi sull'evoluzione del debito (1)



(1) **Scenario grigio:** la crescita del PIL reale si stabilizza all'1,5%, l'inflazione converge poco al di sotto del 2%, l'avanzo primario si porta gradualmente all'1,5% del PIL; lo spread BTP/Bund è pari a circa 100 punti base. **Scenario nero:** come il precedente, ma con una crescita del PIL reale più bassa (0,5%) e un avanzo primario pari a zero.

Fonte: Banca d'Italia.

Infine, con riferimento alla crescita dell'economia, nell'ultima Relazione della Banca d'Italia si discutono anche le condizioni necessarie a riportare nel prossimo decennio il tasso medio di espansione del PIL in termini reali all'1,5 per cento (pari cioè a quello registrato nei dieci anni precedenti la crisi finanziaria globale). Queste condizioni sono basate sul riassorbimento della disoccupazione, sulla prosecuzione delle tendenze di aumento della partecipazione al lavoro di diversi gruppi demografici e della componente femminile, su un aumento della produttività totale dei fattori che ne porti la crescita attorno allo 0,7 per cen-

to (una posizione intermedia tra la dinamica molto positiva osservata in media tra il 1986 e il 1995 e quella, assai più modesta, dei dieci anni successivi) e su una ripresa dell'accumulazione di capitale che riporti il rapporto tra investimenti (privati e pubblici) e PIL sui livelli del decennio 1996-2007.

Il conseguimento di questi risultati potrebbe essere più agevole se il rafforzamento dell'accumulazione si concentrasse sul recupero dei ritardi nel campo della digitalizzazione e sul rilancio della spesa nella scuola e nella ricerca. La gravità della situazione è evidente quando si consideri il fatto che il nostro paese è al penultimo posto nell'OCSE per la quota di laureati nella fascia d'età compresa tra i 25 e i 34 anni (28 per cento, a fronte di una media del 44, con valori superiori al 60 per il Canada, il Giappone e la Corea del sud). L'Italia è inoltre al primo posto per la percentuale di giovani tra i 15 e i 29 anni che non studiano, non lavorano e non seguono percorsi di formazione (oltre due milioni: il 22 per cento della popolazione in questa fascia di età, il 33 per cento nel Mezzogiorno). Si tratta di un drammatico spreco di potenzialità a livello non solo economico, con conseguenze particolarmente gravi sul piano sociale, a cui è urgente rispondere. Da questo, soprattutto, dipende il futuro del Paese e, in ultima istanza, il rientro da un debito pubblico molto elevato e la sicurezza del mantenimento degli impegni sul fronte previdenziale.

Riferimenti bibliografici

- [1] Aassve, A., Cavalli, N., Mencarini, L., Plach, S., & Livi Bacci, M. (2020). “The COVID-19 Pandemic and Human Fertility”. *Science*, 369, 370-371.
- [2] Banca d’Italia (2020). *Relazione annuale sul 2019*. Roma, 31 maggio 2020.
- [3] Benigno, G., & Fornaro, L. (2018). “Stagnation Traps”. *Review of Economic Studies*, 85, 1425-1470.
- [4] Caballero, R. J., & Farhi, E. (2018). “The Safety Trap”. *Review of Economic Studies*, 85, 223-274.
- [5] Cairns, A. J. G., Blake, D., & Dowd, K. (2006). “A Two-Factor Model for Stochastic Mortality with Parameter Uncertainty: Theory and Calibration”. *Journal of Risk & Insurance*, 73, 687-718.
- [6] Caracciolo, G., Lo Bello, S., Pellegrino, D. (2021). “La demografia italiana dopo la pandemia da Covid-19: una valutazione dei possibili effetti”. Banca d’Italia, in corso di pubblicazione.
- [7] Case, A., & Deaton, A. (2015). “Rising Morbidity and Mortality in Midlife among White Non-Hispanic Americans in the 21st Century”, *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 112, 15078-15083.
- [8] Corsetti, G., (2018). “Debt Sustainability Analysis: State of the Art”. *Economic Governance Support Unit*, European Parliament.
- [9] Eggertsson, G. B., Mehrotra, N. R., & Robbins, J. A. (2019). “A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation”. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11, 1-48.
- [10] Favero, C. A., & Bisetti, E. (2014). “Measuring the Impact of Longevity Risk on Pension Systems: The Case of Italy”. *North American Actuarial Journal*, 18, 87-103.

- [11] FMI (2018). *IMF Fiscal Monitor: Capitalizing on Good Times*. Fondo monetario internazionale, Washington., aprile.
- [12] Fornaro, L., & Wolf, M. (2020). “Covid-19 Coronavirus and Macroeconomic Policy”, *CEPR Discussion Papers*, n. 14529.
- [13] Franco, D. (1995). “Pension Liabilities – Their Use and Misuse in the Assessment of Fiscal Policies”. *European Commission Economic Papers*, n.110.
- [14] Franco, D., & Tommasino, P. (2020). “Lessons From Italy: A Good Pension System Needs an Effective Broader Social Policy Framework”, *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 55, 73-81.
- [15] Goodhart, C., & Pradhan, M. (2020). *The Great Demographic Reversal*. Palgrave MacMillan, London.
- [16] Gordon, R. J. (2014). “The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections”. *NBER Working Papers*, n. 19895.
- [17] Grande, G., & Visco, I. (2011). “A Public Guarantee of a Minimum Return to Defined Contribution Pension Scheme Members”, *Journal of Risk*, 13, 3-43.
- [18] Holston, K., Laubach, T., & Williams, J. C. (2017). “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants”. *Journal of International Economics*, 108, 39-75.
- [19] Kearney, M. S. & Levine, P. B. (2020) “Half a Million Fewer Children? The Coming COVID Baby Bust”, *Brookings Institution Report*.
- [20] Kozłowski, J., Veldkamp, L., & Venkateswaran, V. (2020). “Scarring Body and Mind: The Long-Term Belief-Scarring Effects of COVID-19”. *NBER Working Paper*, n. 27439.
- [21] Lee, R. D., & Carter, L. R. (1992). “Modeling and Forecasting U.S. Mortality”, *Journal of the American Statistical Association*, 87, 659-671.

- [22] Maccheroni, C., & Nocito, S. (2017). “Backtesting the Lee-Carter and the Cairns-Blake-Dowd Stochastic Mortality Models on Italian Death Rates”. *Risks*, 5, 1-23.
- [23] Marx, M., Mojon, B., & Velde, F. R. (2019). “Why Have Interest Rates Fallen Far Below the Return on Capital”. *BIS Working Papers*, n. 794.
- [24] Matysiak, A., Sobotka, T., & Vignoli, D. (2020). “The Great Recession and Fertility in Europe: A Sub-National Analysis”. *European Journal of Population*, online first: 3 aprile.
- [25] Rachel, L., & Summers, L. H. (2019). “On Secular Stagnation in the Industrialized World”. *NBER Working Papers*, n. 26198.
- [26] Rossi, N., & Visco, I (1995). “National Saving and Social Security in Italy”. *Ricerche Economiche*, 49, 329-356, 1995).
- [27] Tommasino, P. (2016). “Fiscal Sustainability and Long-Term Projections: A Beginner’s Introduction”. *Rivista di Politica Economica*, 4-6, 91-108.
- [28] Visco, I. (2015). “Il rischio di longevità e i cambiamenti dell’economia”. *Lectio magistralis* per l’inaugurazione dell’anno accademico 2015-2016, Università degli Studi di Trieste, 11 dicembre 2015.

PARTNER ISTITUZIONALI



BUSINESS PARTNER



Deloitte.



SOSTENITORI

Assonebb
Banca Profilo
Cassa Depositi e Prestiti
Confcommercio
Confindustria Piacenza
Gentili & Partners
ISTAT
Kuwait Petroleum Italia

Leonardo
Natixis IM
Oliver Wyman
SACE
Sisal
TIM
Ver Capital

Per attivare un nuovo abbonamento
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 10187 Intesa Sanpaolo
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA
IBAN IT92 M030 6905 0361 0000 0010 187

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Condizioni di abbonamento ordinario per il 2021

	Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale	Economia Italiana quadrimestrale	Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana
Canone Annuo Italia	€ 100,00 causale: MBI21	€ 60,00 causale: EI21	€ 130,00 causale: MBEI21
Canone Annuo Estero	€ 145,00 causale: MBE21	€ 80,00 causale: EIE21	€ 180,00 causale: MBEIE21
Abbonamento WEB	€ 60,00 causale: MBW21	€ 30,00 causale: EIW21	€ 75,00 causale: MBEIW21

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 25,00 / € 10,00** digitale

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00 / € 10,00** digitale

Publicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

Editrice Minerva Bancaria
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

ECONOMIA ITALIANA 2021/1

L'Italia dopo il Covid: le sfide da vincere

Questo numero di Economia italiana, guest editor **Riccardo Barbieri**, capo economista del Tesoro, e **Francesco Nucci**, professore di economia alla Sapienza, è dedicato alle sfide che attendono il nostro Paese nella fase di ripartenza dopo la crisi pandemica.

I primi due saggi analizzano l'impatto della crisi Covid-19 sulla liquidità delle imprese (**Schivardi e Romano**) e sull'occupazione (**Viviano**), e consentono anche di valutare la congruità degli interventi di sostegno attuati dal Governo durante la prima fase della pandemia. Il saggio di **Giglioli, Giovannetti, Marvasi e Vivoli** mette in luce come la maggiore partecipazione di un Paese a catene globali del valore (*Global Value Chains*) costituisca un elemento di mitigazione dello shock pandemico. Il saggio di **Cossaro, Forni e Tomasini** analizza il piano di rilancio varato a livello europeo con il NGEU. Gli autori sottolineano che le risorse del NGEU avranno solamente effetti temporanei sulla crescita se non saranno accompagnati da incisivi interventi di riforma.

Il contributo di Ignazio **Visco** tratta principalmente del debito pensionistico e delle variabili che ne determinano la sostenibilità nel lungo periodo. Il tema è analizzato anche in rapporto a quello del rientro post-crisi del debito pubblico, tracciando uno scenario di medio termine in cui è possibile riportare il rapporto debito/PIL al livello pre-pandemico nei prossimi dieci anni.

Arricchiscono il volume, cogliendo vari aspetti della ripresa dalla pandemia, le riflessioni di **Profumo, Palazzetti, Ferrari, Bella, Tosti e Brachini, Coletti**.

“Nella fase di uscita dalla crisi – concludono gli editor - si profila dunque l'opportunità di rilanciare l'economia italiana. Per coglierla appieno, sarà necessario privilegiare il cambiamento anziché la difesa dell'esistente e riallineare gli incentivi all'offerta di lavoro, agli investimenti e alla creazione di imprese. Il passaggio dagli interventi emergenziali alle riforme richiederà tempismo e determinazione: è una sfida difficilissima, ma possibile”.

ECONOMIA ITALIANA nasce nel 1979 per approfondire e allargare il dibattito sui nodi strutturali e i problemi dell'economia italiana, anche al fine di elaborare adeguate proposte strategiche e di *policy*. L'Editrice Minerva Bancaria è impegnata a riprendere questa sfida e a fare di Economia Italiana il più vivace e aperto strumento di dialogo e riflessione tra accademici, *policy makers* ed esponenti di rilievo dei diversi settori produttivi del Paese.