

Guadagni in conto capitale, fondi pensionistici e il basso saggio di risparmio negli Stati Uniti *

Qualche tempo fa negli Stati Uniti la questione della qualità e affidabilità dei dati statistici ha ricevuto una certa attenzione in vasti circoli. Questo lavoro affronta il problema non della qualità, ma piuttosto dell'interpretazione delle statistiche, problema che spesso può essere difficile per il pubblico in generale ma che gli economisti dovrebbero saper affrontare.

Negli anni '80 il declino della pensione personale al risparmio negli Stati Uniti a livelli insolitamente bassi ha preoccupato alcuni economisti di questo paese. Quanto segue vuole essere un contributo alla spiegazione di tale bassa pensione al risparmio.

Una parte notevole del risparmio delle famiglie assume la forma di contributi dei datori di lavoro ai fondi pensionistici e di pagamenti di premi da parte dei dipendenti a compagnie di assicurazione sulla vita. Dal punto di vista della domanda effettiva non dovrebbe esservi differenza. Si tratta comunque di risparmio, investito in attività finanziarie; solo che le famiglie non hanno sempre un controllo pieno e diretto su di esso. Da un punto di vista statistico, tuttavia, sorgono alcune complicazioni. I Conti del reddito e del prodotto nazionale (*National Income and Product Accounts*, NIPA) statunitensi e il Flusso di fondi (*Flow of Funds*, FF) della Federal Reserve attribuiscono alla famiglie le attività dei fondi pensionistici nel loro complesso, come pure le riserve delle compagnie di assicurazione sulla vita. L'implicazione è che i fondi non danno luogo a risparmio, e che tutta l'accumulazione è attribuita alle famiglie. Secondo questo approccio i

* La prima parte di questo articolo si basa su un capitolo del mio libro *Economic Papers 1941-1988*, Macmillan, London 1990.

Questo articolo deve molto a discussioni con Athanasios Asimakopulos, Alois Guger, Peter Mooslechner, Frank Wilkinson e Ewald Walterskirchen.

contributi dei datori di lavoro ai fondi pensionistici e i premi delle assicurazioni sulla vita vengono considerati redditi da lavoro (un'integrazione agli stipendi e ai salari); e poiché non sono deducibili quando si calcola lo stipendio netto, sono inclusi anche nel reddito disponibile. Un aspetto collaterale di questo approccio è che i benefici pagati dai fondi pensionistici e dalle compagnie di assicurazione sulla vita non sono accreditati al reddito disponibile, mentre risulta così accreditato il reddito da investimento (interessi) dei fondi e delle compagnie di assicurazione sulla vita. Se i due flussi non sono uguali, il saldo va al reddito disponibile delle famiglie.

Come già accennato, i due sistemi di dati, NIPA e FF, stimano in modo diverso il risparmio delle famiglie. All'inizio la differenza era relativamente modesta, ma negli anni '80 le stime sono arrivate a differire di molto. La divergenza è identica alla discrepanza statistica riportata nel FF, che ammontava a \$ 40-90 miliardi l'anno per gli anni tra il 1980 e il 1986 (tavola 1). Una spiegazione della divergenza è la differenza fra i benefici (pensioni) e il reddito da investimento dei fondi pensionistici e delle compagnie di assicurazione sulla vita, che nel 1984 ammontava a \$ 20 miliardi per salire a \$ 35 nel 1986. Questa eccedenza di benefici riduceva il reddito disponibile e il risparmio nei dati NIPA ma non influiva su quelli FF; di conseguenza in quest'ultimo il risparmio risultava corrispondentemente maggiore che nel NIPA. Un'altra spiegazione per la discrepanza può essere che il NIPA non tiene conto dei guadagni in conto capitale realizzati (non sono reddito) mentre il FF ne tiene conto. I guadagni in conto capitale realizzati che vanno in conto al settore delle famiglie hanno avuto crescente importanza nella "società da casinò" degli anni '80. Come mostrava il *Survey of Current Business* (luglio 1988, tavola 8.15), sono saliti da circa 30 miliardi di dollari nel 1981 a 137 nel 1986. La fonte principale di questi guadagni presumibilmente sta nel riacquisto di azioni ad alto prezzo in conseguenza di scalate azionarie (o di misure difensive di società minacciate da scalatori). Il *boom* della borsa del 1982-1987 ha favorito i guadagni speculativi, come pure li ha favoriti il *boom* delle proprietà immobiliari.

Che importanza hanno i guadagni in conto capitale realizzati per il risparmio delle famiglie? Se i guadagni vengono fatti da famiglie che detengono azioni direttamente o che ottengono dividendi sui guadagni in conto capitale da fondi d'investimento, e se le famiglie spendono questi guadagni in consumi, il risultato sarà una riduzione del risparmio delle famiglie così come lo valuta il NIPA, che è spuria,

TAVOLA 1

SETTORE DELLE FAMIGLIE
(Settore Personale nel NIPA)

| | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 |
|--|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1. Guadagni in conto capitale netti realizzati | 4,5 | 27,7 | 29,7 | 31,1 | 35,0 | 50,6 | 56,2 | 69,8 | 137,1 | |
| 2. Discrepanza nel FF | 3,7 | 22,2 | 42,6 | 62,0 | 93,0 | 60,2 | 90,3 | 62,5 | 55,5 | |
| 3. Richieste sui fondi pensionistici e società di assicurazione sulla vita | 88,5 | 106,1 | 118,5 | 116,0 | 127,3 | 150,2 | 134,3 | 150,5 | 146,9 | 51,5 |
| 4. Contributi del datore di lavoro | 44,0 | 48,9 | 54,7 | 60,2 | 57,4 | 57,3 | 57,2 | 54,6 | 52,3 | |
| 5. Reddito d'investimento imputato | 31,5 | 37,1 | 44,5 | 51,7 | 72,9 | 86,8 | 98,4 | 112,8 | 121,3 | 131,3 |
| 6. Benefici (Pensioni) riga 6 meno riga 5: | 50,4 | 67,1 | 67,1 | 78,5 | 84,5 | 101,3 | 118,8 | 139,4 | 156,1 | |
| 7. Rapporto debiti/attività (incrementi) | 18,9 | 22,6 | 22,6 | 26,8 | 11,6 | 14,5 | 20,4 | 26,6 | 34,8 | |
| 8. Aumento del debito in % del reddito imponibile | 70,0 | 69,5 | 46,6 | 38,0 | 27,2 | 52,7 | 50,6 | 63,8 | 67,2 | 9,7 |

Fonte: OECD, *Financial Accounts 1987, National Income and Product Accounts; Statistical Abstract of the U.S.*

Riga 1: Guadagni netti dalla vendita di attività nel settore personale (IRS).

Riga 2: Discrepanza fra le stime del risparmio in NIPA e FF (FF).

Riga 3: Aumento nei diritti delle famiglie sui fondi pensionistici e sulle riserve delle compagnie di assicurazione sulla vita (FF).

Riga 4: Contributi dei datori di lavoro ai fondi pensionistici e alla partecipazione ai profitti (NIPA).

Riga 5: (NIPA).

Riga 6: Benefici pagati dalle compagnie di assicurazione sulla vita agli assicurati e pensioni pagate dai fondi pensionistici (*Statistical Abstract, IRS*).

Riga 7: Aumento nelle passività delle famiglie in percentuale rispetto all'aumento delle attività (FF).

Riga 8: Aumento nelle passività delle famiglie in % rispetto al reddito disponibile (FF, NIPA).

perché le propensioni al risparmio non sono cambiate: si risparmia tanto quanto prima, e il consumo aggiuntivo è finanziato coi guadagni in conto capitale. È molto difficile stimare anche in via approssimativa quanta riduzione spuria del risparmio possa essere stata causata da guadagni in conto capitale realizzati dalle famiglie. Larga parte del capitale azionario è detenuta dalle famiglie direttamente o indirettamente (anche se parte di esso è stata trasferita nel tempo ai fondi pensionistici), ma la partecipazione, diretta e attraverso i fondi d'investimento, è fortemente concentrata, di modo che solo una modesta proporzione dei guadagni può essere stata consumata. Tuttavia è possibile che il saggio di risparmio si sia ridotto di qualcosa in una misura compresa tra un terzo e la metà di un punto percentuale per via dei guadagni in conto capitale realizzati dalle famiglie.

A parte i guadagni realizzati, il semplice fatto del *boom* della borsa ha portato a un apprezzamento delle attività dei fondi pensionistici che di per sé ha dato luogo a un notevole sovra-finanziamento. Ciò ha provocato una riduzione in termini assoluti e relativi nei contributi ai fondi. La politica dei fondi è di mirare a un certo obiettivo d'investimento che consenta loro di far fronte ai pagamenti delle pensioni. I fondi sono tenuti per legge a ridurre le loro quote contributive se vi è sovra-finanziamento, e di recente le norme sono state rese più rigide (Munnell 1987). In effetti i contributi dei datori di lavoro sono scesi in termini assoluti fra il 1981 e il 1987 di quasi \$ 10 miliardi; poiché normalmente essi dovrebbero salire all'incirca nella stessa proporzione del fondo salari nazionale, nel 1987 avremmo dovuto aspettarci che i contributi fossero pari a 90 miliardi di dollari invece che a 50, e quindi in termini relativi sono diminuiti di 40 miliardi di dollari. A. Munnell fornisce una stima di \$ 30 milioni fino al 1980 (Munnell 1987). Ciò ha provocato un corrispondente declino nel risparmio personale rilevato dal NIPA. Se a questo aggiungiamo il declino spurio causato dall'eccesso di benefici rispetto ai redditi da investimento (cfr. sopra), otteniamo \$ 60-75 miliardi, che corrispondono a circa il 2-2,5 per cento del reddito disponibile. In questa misura la riduzione nel saggio di risparmio è dunque spiegata da fattori che non hanno nulla a che vedere con la propensione al risparmio così come intesa abitualmente. Di fronte a questo si direbbe che la riduzione nei contributi ha spostato il risparmio dalle famiglie alle società per azioni. Ma in realtà il punto è che l'intero cambiamento è stato causato dall'eccesso di finanziamento dei fondi pensionistici, i cui guadagni in conto capitale realizzati sono stati trasferiti

alle società per azioni sotto forma di riduzione dei contributi. Può restare aperta la domanda di cosa ne facciano poi le società: li trattengono, oppure li pagano sotto forma di dividendi che in parte divengono consumi, oppure ancora li trasferiscono in avanti sotto forma di prezzi ridotti (con *mark up* costante, alla Kalecki), il che porta a un aumento di consumi in ultima analisi finanziati dai guadagni in conto capitale. Il risparmio effettivo è perciò notevolmente maggiore di quanto possa apparire da un'interpretazione non critica del saggio di risparmio.

L'analisi sopra esposta considera soltanto il risparmio finanziario delle famiglie. È interessante notare che anche i dati sui risparmi sotto forma di edilizia residenziale sono stati sottoposti a un'analisi critica che li fa apparire in una nuova luce. Tibor Scitovski ha mostrato che la diminuzione del saggio del risparmio personale che ha avuto luogo negli anni '70 era dovuta in larga parte al fatto che esso veniva calcolato al netto, e alle alte quote di ammortamento riconosciute per le case di abitazione, che alla fine degli anni '70 aumentarono in misura straordinaria a causa dell'inflazione nei prezzi delle case (Scitovski 1986). Questo tipo di ragionamento, argomenta Scitovski, è irrealistico perché non tiene conto del fatto che i proprietari di case possono, per via del notevole aumento del valore delle loro proprietà, realizzare guadagni in conto capitale che consentono loro di non doversi preoccupare dell'ammortamento. Se il risparmio degli individui è calcolato su base lorda, allora, come mostra Scitovski, la diminuzione nel saggio di risparmio netto avvenuta a partire dal 1977 è notevolmente più piccola di quella indicata dal NIPA. (Inoltre il saggio lordo si adatta meglio ai confronti internazionali nella maggior parte dei casi.) Vi è tuttavia ancora un declino, cioè anche il saggio lordo è più basso che agli inizi degli anni '70.

I calcoli del professor Scitovski si fermano al 1979; io ho fatto un calcolo molto approssimativo per gli anni 1980-1987 aggiungendo al risparmio personale l'ammortamento corretto per tener conto delle case non coloniche occupate dai proprietari (Tavola 2). La discrepanza fra saggio di risparmio lordo e netto non è ulteriormente aumentata dopo il 1980, ma se aggiungiamo ai saggi di risparmio lordi la correzione di circa 2-2,5 punti percentuali menzionata sopra, la diminuzione nel saggio di risparmio non appare più così drastica. Possiamo ancora chiederci se la diminuzione nel risparmio netto che ancora rimane dopo le correzioni non sia dovuta a un aumento della propensione delle famiglie a indebitarsi. Per avere una misura del

TAVOLA 2

| Anni | Risparmio personale lordo miliardi | Saggio di risparmio lordo % | Saggio di risparmio netto % | Risparmio al lordo del debito |
|------|------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| 1971 | 74,1 | 10,2 | 8,1 | 16,5 |
| 1972 | 68,1 | 8,7 | 6,5 | 17,0 |
| 1973 | 96,2 | 10,9 | 8,6 | 18,8 |
| 1974 | 105,0 | 10,8 | 8,5 | 16,0 |
| 1975 | 116,5 | 10,9 | 8,6 | 15,6 |
| 1976 | 107,1 | 9,2 | 6,9 | 17,1 |
| 1977 | 103,3 | 8,1 | 5,6 | 18,8 |
| 1978 | 109,9 | 7,7 | 5,2 | 19,3 |
| 1979 | 125,5 | 7,8 | 5,2 | 18,6 |
| 1980 | 145,6 | 8,2 | 6,0 | 15,5 |
| 1981 | 154,4 | 8,4 | 6,7 | 15,2 |
| 1982 | 185,7 | 9,1 | 6,8 | 14,0 |
| 1983 | 208,2 | 9,6 | 5,4 | 16,2 |
| 1984 | 187,6 | 7,7 | 6,1 | 17,3 |
| 1985 | 224,1 | 8,4 | 4,4 | 17,7 |
| 1986 | 189,7 | 6,7 | 4,0 | 15,9 |
| 1987 | 188,3 | 6,2 | 3,2 | |
| 1988 | 176,0 | 5,5 | | |

Fonte: Col. 1-3: Scitovsky fino al 1980; mie stime dopo il 1980. Col. 4 = Col. 2 + riga 8 della tavola 1.

grado di indebitamento delle famiglie ho espresso l'incremento delle passività in percentuale rispetto all'incremento delle attività delle famiglie così quali risultano dal FF (tavola 1). Non è molto chiaro se vi sia una qualche tendenza di lungo periodo. Quello che le cifre ci dicono in modo chiarissimo è che l'indebitamento diminuisce drasticamente in periodi di recessione e aumenta in periodi di ripresa: dai minimi del 1981 e 1982 ha raggiunto livelli elevati nel 1985 e 1986. Pertanto il risparmio netto è alto in periodi di recessione - le cifre relative al 1974 e 1975 non costituiscono una valida base per raffronti con il presente - ed è basso in periodi di *boom* quali sono stati il 1985 e il 1986. Questo andamento ciclico, dovuto all'aumentata importanza dei beni di consumo durevoli e del debito che si comportano in modo simile agli investimenti commerciali, è già stato rilevato (Steindl 1982).

Se aggiungiamo il saggio di risparmio lordo (dalla tavola 2) ai prestiti assunti dalle famiglie (riga 8 di tavola 1) per ottenere il saggio di risparmio al lordo del nuovo debito, troviamo che esso mostra un andamento pro-ciclico. Se alle cifre relative agli ultimi anni aggiungessimo una correzione per la già citata sottostima del 2-2,5%, nel saggio di risparmio lordo così calcolato non avremmo alcuna tendenza negativa.

Pertanto quello che rimane della bassa propensione al risparmio è la forte tendenza dei consumatori degli anni '80 a indebitarsi. Una spiegazione plausibile di questa tendenza può essere trovata nella combinazione di due circostanze: il trattamento fiscale favorevole offerto ai consumatori che possono dedurre le spese per interessi dal reddito imponibile, e l'aumento nel valore delle attività che ha reso molti consumatori maggiormente degni di credito e forse anche maggiormente propensi a ricorrere al credito. È stato mostrato che lo stesso sviluppo del credito ai consumatori ha avuto luogo in tutti quei paesi dove le leggi fiscali accordano favori simili al consumatore e dove i valori delle attività sono aumentati in modo egualmente spinto, per esempio nei paesi scandinavi e in Inghilterra (Walterskirchen 1990). Anche se i consumatori non hanno fatto altro che seguire l'esempio delle società per azioni e del governo, il loro comportamento rispetto al credito è stato duramente disapprovato dagli economisti. La mia valutazione è diversa da quella della maggior parte degli altri commentatori. A mio parere il maggior credito di cui hanno usufruito i consumatori è stato il principale sostegno del lungo *boom* durato dal 1983 fino a tempi molto recenti. E da dove avrebbe potuto venire la domanda altrimenti? L'investimento privato non è aumentato di molto durante il *boom*. L'ampio disavanzo del bilancio federale che è spesso citato come spiegazione è appena poco più che sufficiente a controbilanciare l'influenza depressiva degli attivi dei bilanci statali e locali e del forte passivo della bilancia dei pagamenti. (La tavola 3 mostra come l'aumento nel consumo dei beni durevoli più le costruzioni residenziali ammontassero a molto più dell'aumento negli investimenti fissi non residenziali; il saldo tra *deficit* del bilancio

TAVOLA 3

| | 1982 | 1988 |
|--|-----------------------|--------|
| | (miliardi di dollari) | |
| 1. Beni di consumo durevoli | 252,7 | 455,2 |
| 2. Investimenti fissi residenziali | 105,1 | 232,4 |
| 3. Investimenti fissi non residenziali | 366,7 | 487,2 |
| 4. <i>Deficit</i> governativo | 110,8 | 96,1 |
| 5. Saldo di bilancia dei pagamenti | -1,0 | -117,5 |
| 6. 4 + 5 | 109,8 | -21,4 |

pubblico e passivo della bilancia dei pagamenti ha costituito sempre meno uno stimolo man mano che il *boom* procedeva, anzi è stato un elemento negativo nel 1987 e 1988.) Perciò bisogna dare credito al consumatore per avere salvato lo spettacolo. In effetti la natura peculiare di questo *boom* – trainato non dagli investimenti imprenditoriali bensì dai consumatori – può in larga misura spiegare perché è durato così a lungo. L'utilizzo della capacità produttiva è stato mantenuto alto dai consumi, dalle esportazioni e dalle spese per la difesa. Né vi erano grandi possibilità di concludere il *boom* nel modo alternativo, esaurendo la capacità produttiva, perché le importazioni offrivano una facile via di uscita. A un certo punto si è manifestata una scarsità di *chip* che ha costituito una seria strozzatura, ma le importazioni dal Giappone hanno supplito fino a che non è entrata in gioco la nuova capacità produttiva.

* * *

È corretto dire che i dati sul risparmio sono risultati fuorvianti. Ma dov'è l'intoppo?

Indubbiamente sarebbe stato utile se i fondi pensionistici fossero stati considerati nel NIPA come un settore a sé invece di essere inclusi nel settore delle famiglie. I contributi dei datori di lavoro sarebbero in tal modo stati attribuiti ai fondi pensionistici invece di essere inclusi nel salario riscosso dal lavoratore. Il trattamento separato dei fondi pensionistici rifletterebbe la loro natura ambigua: essi appartengono al dipendente nella misura in cui gli assicurano il diritto alla pensione, ma il *surplus* dovuto al sovra-finanziamento appartiene al datore di lavoro; in molti casi si è verificato che le società assumessero il controllo dei fondi per appropriarsi del *surplus* per loro fini (Warshavsky 1988).

Una questione molto più generale è il trattamento dei guadagni in conto capitale realizzati. Il NIPA li esclude, il FF naturalmente si comporta in modo opposto, visto che si occupa, oltre che di fondi, di transazioni e di attività finanziarie. Quale può essere, nei conti nazionali, il ruolo dei guadagni in conto capitale realizzati? Essi risultano dalla vendita di merci irriproducibili, ma che dal punto di vista dell'uomo d'affari costituiscono un capitale, un'attività. Il concetto si sovrappone a quello di "beni posizionali" di Fred Hirsch (Hirsch 1976). Tibor Scitovsky (1987) ha mostrato un'acuta consapevolezza della necessità di rivolgere a questa classe di merci un'attenzione tutta particolare. Egli sostiene che i beni posizionali sono

diversi dal consumo ordinario poiché non inducono direttamente la riproduzione quando sono acquistati e non danno luogo a un moltiplicatore. Si avvicinano di più al risparmio che al consumo. Ma i beni posizionali che qui ci interessano, come la terra, non vengono considerati dalla contabilità nazionale come consumo, anzi non vengono proprio considerati. L'argomentazione (SNA 1968) è che quando si commercia la terra il venditore riceve quello che paga l'acquirente, e i conti di flusso non ne vengono toccati direttamente. Se per esempio l'acquisto è finanziato con credito, il denaro prestato al compratore dalle banche ritorna loro indietro attraverso il conto del venditore.

Ma non vi potrebbero essere effetti molto forti sui flussi? Il valore del terreno urbano è assai aumentato nel tempo, e buona parte di questo guadagno è stato realizzato quando la terra è passata di mano. È indubbio che i guadagni in conto capitale abbiano esercitato un effetto sulla distribuzione, sul consumo e sugli investimenti, e questi effetti in quanto tali risultano nella contabilità nazionale, ma appaiono come cambiamenti spontanei, mentre ciò che li ha causati rimane nascosto dietro le scene.

I guadagni in conto capitale realizzati si comportano per taluni aspetti analogamente al reddito. Possono essere consumati senza necessità di ricorso al prestito, lasciando intatto il capitale; e se non vengono consumati sono investiti in attività finanziarie. Quest'affermazione dev'essere qualificata se cambia il potere d'acquisto della moneta: sono solo i guadagni in conto capitale "reali", cioè quelli che eccedono l'ammontare dell'inflazione, che possono essere consumati lasciando il capitale intatto. Ma questi problemi notoriamente ostici di aggiustamento all'inflazione non sono né peculiari né nuovi; si verificano anche nella valutazione dei profitti netti, e pertanto non possono essere considerati una ragione valida per non prendere in considerazione nei conti i guadagni in conto capitale. In quanto segue assumeremo per semplicità che non vi è inflazione.

Anche se i guadagni in conto capitale realizzati si comportano per certi aspetti come il reddito, essi non sono né reddito da produzione né reddito da trasferimenti (anche se in ultima istanza, nel futuro, saranno pagati con redditi da produzione). In quanto segue suggerirò un modo per includere i guadagni in conto capitale realizzati nella contabilità nazionale. In primo luogo suggerisco un'inclusione esplicita del credito ai consumatori, che costituisce un problema analogo e forse più facile da comprendere. Il credito ai consumatori

può finanziare il consumo e pertanto può essere affiancato al reddito come contrappeso al consumo nel conto spese-reddito.

CONTTO SPESE PERSONALI - REDDITO

| | |
|---------------------------|---------------------------------------|
| Consumo | Entrate degli individui |
| Risparmio personale lordo | Credito ai consumatori |
| | Guadagni in conto capitale realizzati |

CONTTO INVESTIMENTI - RISPARMI

| | |
|---------------------------------------|--|
| Investimenti privati | Risparmio personale, al lordo del credito ai consumatori e dei guadagni in conto capitale realizzati |
| Credito ai consumatori | Risparmio delle società, al lordo dei guadagni in conto capitale realizzati |
| Guadagni in conto capitale realizzati | |
| Deficit di bilancio | Passivo di bilancia dei pagamenti |

Il corrispettivo di questa voce compare nel conto investimenti-risparmi come un risparmio negativo (o quasi-investimento) che viene collocato a fianco dell'investimento. Lo scopo di questo modo di procedere è di mostrare un risparmio al netto del credito al consumatore: questo, un risparmio negativo per taluni consumatori, deve essere finanziato dal risparmio di altri consumatori, ed è utile rilevare l'ammontare lordo del risparmio positivo. (Anche questo risparmio positivo è stato stimato per i dati USA nella tavola 2.)

I guadagni in conto capitale possono essere trattati in modo analogo. Poiché possono essere utilizzati per finanziare il consumo, essi possono essere messi sullo stesso piano del reddito e del credito ai consumatori. Di conseguenza il risparmio mostrato nel conto spese-reddito sarà al lordo del credito ai consumatori e dei guadagni in conto capitale realizzati dalle persone. Ciò implica riconoscere che individui con guadagni in conto capitale li possono utilizzare per finanziare il loro consumo, e sono di conseguenza in grado di risparmiare ammontare corrispondente del loro reddito. Se i guadagni in conto capitale di un individuo sono maggiori del suo consumo, possiamo ciò nonostante applicare da un punto di vista macroeconomico lo stesso ragionamento al complesso dei consumatori, e

sostenere che l'eccesso di guadagni in conto capitale di alcuni sarà prestato dalle banche ad altri per finanziare il loro consumo. Anche in questo caso la voce corrispondente sarà un risparmio negativo nel conto investimenti-risparmi, che servirà a ridurre il risparmio lordo a quell'ammontare netto che controbilancia l'investimento privato. Per completare il quadro dobbiamo ancora inserire (come si fa normalmente) il *deficit* del bilancio pubblico come un risparmio negativo fianco a fianco con gli investimenti, e il passivo della bilancia dei pagamenti come un'aggiunta al risparmio interno per poter ottenere il contrappeso all'investimento privato.

In una presentazione più elaborata possiamo introdurre un separato Conto Guadagni in Conto Capitale Realizzati, intermedio tra i due conti; questo conto può essere usato per raccogliere i guadagni in conto capitale degli individui e delle imprese in un'unica somma che verrà poi trasferita al conto investimenti-risparmi. Allo stesso modo possiamo interporre tra i due conti di cui sopra un separato conto credito dei consumatori.

A questo punto della discussione apparirà chiaro che la questione sollevata in realtà non è tanto o non è soltanto quella dell'estensione della contabilità nazionale, quanto piuttosto quella del paradigma macroeconomico keynesiano. Il ruolo degli investimenti o del *deficit* di bilancio in quanto forza più o meno spontanea che crea domanda e mette in moto un moltiplicatore può essere assunto anche dal credito ai consumatori e dai guadagni in conto capitale generati dal rialzo del valore dei terreni e delle azioni basati sulle anticipazioni e sostenuti dal credito delle banche. Anche se è probabile che solo una parte dei guadagni in conto capitale siano spesi, almeno nel breve periodo, ciò costituisce un effetto netto sulla domanda poiché il rialzo è stato costruito sul credito bancario e sulla spesa dalla ricchezza accumulata, non dal reddito corrente. Non vi è dubbio che nel processo sottostante ha luogo una vasta redistribuzione: gli utenti dello spazio abitativo pagano in ultima istanza per l'aumento nel valore dei terreni, e le scalate comportano ampie redistribuzioni di potere e di ricchezza fra gruppi d'interesse. È lecito chiedersi se non si sarebbe potuto ottenere di più usando i crediti per investimenti produttivi. Ciò è verissimo. Ma l'obiettivo, nel tentativo di comprendere meglio i guadagni in conto capitale, non è quello di lodare l'"economia del casinò" ma semplicemente quello di avere una visione più chiara e più completa degli eventi contemporanei.

* * *

Dopo tanta statistica, una parola sulla politica economica. Anche prima che esistessero i fondi pensionistici vi era un sistema nazionale di assicurazione per la vecchiaia, il cui principio, fino al 1983, è stato che la popolazione attiva manteneva la popolazione non più attiva (il cosiddetto sistema a ripartizione). Così è sempre stato e così, sostanzialmente, deve essere in qualsiasi sistema; ma esso divenne un'istituzione nazionale con contributi fissi da parte dei lavoratori dipendenti e dei loro datori di lavoro e con benefici prestabiliti per i pensionati. Se vi è un vuoto di breve termine il governo, direttamente o indirettamente, lo deve riempire. Nel lungo periodo i disequilibri vanno affrontati modificando o i contributi o i benefici. In questo modo le pensioni sono finanziate tramite spostamenti di reddito da una parte della popolazione all'altra, e il tempo non gioca un ruolo particolare. Il pane per gli anziani non viene messo da parte nel corso della loro vita attiva, ma viene loro consegnato fresco appena sfornato dal fornaio. Non vi è capitale e non vi è interesse. Perché è stato necessario affiancare a questo sistema un altro sistema con attività finanziarie per 26,6 trilioni di dollari (uno e mezzo solo per i fondi pensionistici privati) che ha inciso così profondamente sull'economia?

Nel periodo in cui questo fondo veniva accumulato, è stato necessario un ammontare corrispondente di risparmi che hanno avuto luogo a spese dei consumi. Gli effetti sono stati discussi nel mio precedente articolo sul risparmio delle famiglie (1982). Il prodotto nazionale ne è risultato depresso, e in questo modo si sono venuti a formare quei disavanzi di bilancio che *indirettamente* sono stati finanziati dai fondi pensionistici. Questo effetto era particolarmente indesiderabile negli anni '70, quando il saggio di crescita era rallentato.

Un secondo effetto si è avuto nella sfera finanziaria. Qui i fondi hanno acquistato un'enorme importanza. Poiché amministravano attività finanziarie per somme cospicue, i gestori dei fondi spesso ricorrevano a scambi di blocchi azionari al di fuori della Borsa. I fondi hanno anche contribuito notevolmente all'introduzione di opzioni e di *index trading*. Grazie alla loro vasta esperienza e alle loro informazioni i gestori dei fondi hanno giocato una parte importante anche nelle scalate azionarie. I fondi hanno così svolto un ruolo importante nella creazione della moderna "società del casinò".

Inoltre, il tipo di assicurazione legato ai fondi ha contribuito alla profonda differenziazione che si è avuta nel mercato del lavoro tra il

settore delle grandi società e gli altri datori di lavoro per via dei benefici collaterali (*fringe benefits*). Quasi tutti concordano sul fatto che questo è stato uno sviluppo in negativo. Ma in realtà l'origine dell'intero sistema è plausibilmente da ricercarsi nel desiderio delle maggiori compagnie di avere una forza lavoro ben remunerata e soddisfatta che fosse legata alla società da benefici collaterali quali le pensioni. Allo stesso tempo il governo e la previdenza sociale erano passivi, badando soltanto all'impopolarità di nuove tasse, anche se sarebbe stato possibile allargare il sistema della previdenza sociale in modo da adattarlo ai bisogni di una società caratterizzata da crescente prosperità e differenziazione.

Quali possono essere i vantaggi dei fondi pensionistici che giustificano il grande costo sociale appena descritto? Il singolo individuo vuole avere quello per cui ha pagato, anche se questa può essere un'illusione. Non ha fiducia nella stabilità del sistema di previdenza pubblico, anche se i fondi pensionistici non offrono necessariamente maggiore sicurezza. Si possono ben comprendere le ragioni di quanti desiderano forgiare la propria vita secondo bisogni e gusti personali, ma allo stesso tempo si possono nutrire dubbi sul fatto che i fondi pensionistici e le assicurazioni private possano contribuire in modo essenziale al raggiungimento di questo fine. Le autorità di politica economica e i loro consiglieri non sembrano consapevoli degli aspetti negativi del sistema, altrimenti non avrebbero modificato il sistema della previdenza sociale nel 1983, dal sistema a ripartizione a quello dell'assicurazione (attualmente vi è un eccesso annuo di tasse per la previdenza sui benefici, che per il 1989 è stato di 52 miliardi di dollari) che promette in buona parte di ripetere le malaugurate implicazioni dei fondi pensionistici.

Vienna

JOSEF STEINDL

BIBLIOGRAFIA

- FEDERAL RESERVE SYSTEM (1975), *Introduction to Flow of Funds*. Washington.
- OECD (1988), *Financial Accounts of the OECD Countries 1987*. Paris.
- HIRSCH, F. (1976), *Social Limits to Growth*. Harvard University Press. Cambridge Mass.
- MUNNEL, A.H. (1987), "Pension Contributions and the Stock Market". *New England Economic Review*. November-December.
- SCITOVSKY, T. (1986), "An Anomaly in the U.S. Personal Income and Saving Statistics", J. S. Cohen and G.C. Harcourt (eds.), *International Monetary Problems and Supply Side Economics*. Macmillan London.
- SCITOVSKY, T. (1987), "Growth in the Affluent Society", *Lloyds Bank Review*, no. 163, January.
- STEINDL, J. (1982), "Il ruolo del risparmio delle famiglie nel moderno sistema economico" in questa *Rivista*, n. 137, marzo.
- UNO (1968), *A System of National Accounts*. Washington.
- WALTERSKIRCHEN, E. (1990), "Budgetsanierung in Europa". *Monatsberichte des österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung*. Januar.
- WARHAWSKY, M.J. (1988), "Pension Plans: Funding, Assets and Regulatory Environment", *Federal Reserve Bulletin*. November.