

Il ruolo del risparmio delle famiglie nel moderno sistema economico

Il particolare ruolo svolto dal risparmio delle famiglie nell'economia dei moderni paesi industrializzati merita di essere preso in considerazione se non altro per alcune caratteristiche che emergono dai dati disponibili: i risparmi delle famiglie, espressi come quota del PIL, hanno, sembra, un andamento crescente negli ultimi due decenni in diversi paesi. Questa stessa quota inoltre sembra poco sensibile alle variazioni del ciclo, mostrando reazioni scarse, o a volte addirittura "perverse", ad una diminuzione del reddito. Sotto questo aspetto il risparmio delle famiglie reagisce in modo completamente diverso da quello delle imprese.

Il risparmio delle famiglie però, a meno che non sia investito direttamente nell'edilizia abitativa, deve trasformarsi in crediti e quindi deve essere preso in prestito da qualcuno: vale a dire, deve essere preso in prestito o dalle imprese o dalla Pubblica Amministrazione o dal resto del mondo. In questo saggio sarà sostenuta la tesi che un aumento del risparmio delle famiglie ha un effetto depressivo sui profitti delle imprese e conduce a situazioni di disavanzo nel bilancio pubblico. Dal punto di vista delle politiche di pieno impiego, i risparmi delle famiglie creano maggiori difficoltà dei risparmi delle imprese perché, a differenza di questi ultimi, non stimolano decisioni di investimento. Alla luce di queste osservazioni, la distribuzione funzionale (la determinazione della quota dei profitti sul reddito di piena occupazione) non è più l'unico problema e passa in primo piano la questione della ineguaglianza dei redditi personali, che è presumibilmente molto importante ai fini della determinazione della quota del risparmio personale. Il prendere in considerazione l'andamento del risparmio delle famiglie può quindi comportare un certo mutamento degli atteggiamenti degli economisti interessati alla piena occupazione.

Definizioni e concetti

Per cominciare, bisogna definire almeno sommariamente l'uso dei termini. In teoria occorre parlare del risparmio delle famiglie, cioè di quel risparmio privato interno che non è effettuato dalle imprese. La contabilità nazionale ci fornisce il dato del *risparmio personale*, che comprende anche il risparmio delle imprese non societarie e dei coltivatori diretti. Il procedimento per cercare di separare il risparmio delle famiglie da quello delle imprese è abbastanza artificiale e porta a risultati incerti; non c'è da stupirsi, dato che concettualmente non è facile distinguere tra la piccola impresa o azienda agricola da un lato e la famiglia del suo proprietario dall'altro.

Quello che però in ultima analisi è rilevante per la discussione che segue non è il risparmio, bensì l'offerta di prestiti proveniente dalle famiglie. Per ottenere la posizione creditoria netta (positiva o negativa) delle famiglie (acquisizione netta di attività finanziarie o risparmio finanziario netto) dobbiamo sottrarre dal risparmio l'investimento reale ("fisico") che, per le famiglie propriamente dette, è l'investimento in abitazioni.

Il seguente modello di contabilità dovrebbe chiarire questo concetto:

Consumo	Reddito disponibile
Risparmio al lordo dell'aumento dell'indebitamento dei consumatori	Aumento netto dell'indebitamento dei consumatori (crediti al consumo e mutui ipotecari)

Sottraendo da entrambi i lati l'aumento dell'indebitamento dei consumatori, otteniamo al lato sinistro il *risparmio al netto dell'indebitamento dei consumatori*, corrispondente alla consueta definizione di risparmio personale, che è quindi il saldo tra il risparmio lordo e l'indebitamento dei consumatori (il risultato del risparmio positivo di alcuni e negativo di altri).

Considerando ora l'investimento reale, otteniamo:

Consumo	Reddito disponibile
Investimento reale (abitazioni)	Aumento dei crediti al consumo e dei mutui ipotecari
Acquisizione di attività finanziarie	

Se sottraiamo da entrambi i lati l'aumento dei crediti al consumo, a sinistra otteniamo l'*acquisizione netta di attività finanziarie* (risparmio finanziario netto) che è il saldo tra l'acquisizione di attività finanziarie e i prestiti contratti. La somma del risparmio finanziario netto e dell'investimento reale è il risparmio netto delle famiglie.

Mentre il conto del reddito nazionale parte dal reddito disponibile, dal consumo e dall'investimento reale, l'analisi del flusso dei fondi elenca direttamente l'acquisizione delle diverse attività finanziarie e i prestiti contratti. Tra i risultati di questi due metodi per arrivare a determinare la posizione creditoria netta delle famiglie compare una discrepanza statistica.

L'identità fondamentale

In ciò che segue faremo uso di una semplice identità che può essere ricavata dalla contabilità nazionale:

l'investimento lordo reale delle imprese *più* le esportazioni *più* la spesa in beni e servizi della Pubblica Amministrazione *più* l'investimento reale delle famiglie in abitazioni *è uguale* al risparmio lordo di impresa *più* il risparmio delle famiglie *più* le importazioni *più* le entrate della Pubblica Amministrazione.

In termini algebrici:

$$I + X + G + H = S_B + S_H + M + T \quad (1)$$

Questa è l'identità risparmio-investimento per un sistema aperto che, invece di essere espressa in termini di grandezze nette (saldo con l'estero, disavanzo del bilancio pubblico) come in Kalecki,¹ è espressa in termini di grandezze lorde come nell'articolo di R.F. Kahn.² Il motivo di questa scelta risiede nel fatto che le grandezze che compaiono sul lato sinistro, se espresse al netto (investimento, saldo con l'estero, disavanzo del bilancio pubblico) non sono indipendenti le une dalle altre; mentre invece l'investimento, la spesa della Pubblica Amministrazione e le esportazioni nel breve periodo possono essere considerate come grandezze indipendenti. Per questo motivo la formulazione in termini di grandezze lorde è più adatta per un'analisi dinamica periodale. Ci serviremo,

¹ *Theory of Economic Dynamics*. London 1954, Cap. 3, p. 48.

² "The relation of home investment to unemployment." *Economic Journal*, 1931.

peraltro, di una formulazione che fa uso di grandezze nette del seguente tipo:

$$(S_B - I) + (T - G) + (M - X) + (S_H - H) = 0 \quad (2)$$

I termini tra parentesi sono i debiti contratti (-) e i crediti forniti (+) dai diversi settori: imprese, Pubblica Amministrazione, famiglie e resto del mondo. Questa identità debiti-crediti è l'analogo dell'identità risparmio-investimento nell'analisi del flusso dei fondi in cui sono considerate soltanto le transazioni, così che, per esempio, nella formazione del bilancio non compare l'investimento finanziato dalle imprese con fondi propri.

Dalla identità (2) deriva che una posizione creditoria netta delle famiglie deve trovare la propria contropartita in debiti o delle imprese o della Pubblica Amministrazione o del resto del mondo (saldo con l'estero positivo che nell'equazione (2) ha un segno negativo).

Ritornando all'equazione (1), i termini a sinistra sono quelli attivi, dato che sono predeterminati da decisioni prese nel passato; quelli a destra si adeguano passivamente. Il significato di questa identità è che la somma dell'investimento, della spesa della Pubblica Amministrazione e delle esportazioni è "finanziata" congiuntamente dalla somma dei risparmi, delle imposte e delle importazioni. Se questo vale per il sistema nel suo complesso, non è detto però che ogni settore preso singolarmente (imprese, bilancio pubblico, saldo con l'estero) sia necessariamente in pareggio. Il pareggio globale è assicurato da un certo livello della domanda, cioè da un certo livello del PIL. Ma può darsi che per ottenere il pareggio di ogni singolo settore sia necessario un livello diverso del PIL. Ciò comporta un difficile compito di armonizzazione delle politiche economiche, perché ogni settore ha un certo obiettivo per il proprio indebitamento; anche se in ultima analisi si tratta di un rapporto tra lo *stock* delle attività e lo *stock* delle passività, il controllo o gestione di queste grandezze richiede determinate politiche per quanto attiene al rapporto tra i *flussi* di debiti e crediti. Per esempio, le imprese vogliono evitare un tasso di indebitamento che superi un certo livello, e quindi limitano la proporzione del flusso dell'investimento finanziata con il ricorso a prestiti; il settore pubblico vuole contenere il proprio indebitamento e, anche se un limite preciso non è mai stato definito, si ritiene spesso che un bilancio in pareggio sia la norma per il lungo periodo; anche per il settore estero una posizione debitoria può essere motivo di preoccupazione, pur se, di nuovo, un limite all'indebitamento e un obiettivo per il saldo delle partite correnti con l'estero sono

formulati soltanto in termini vaghi. Per le famiglie, un obiettivo razionale per la posizione creditoria netta si può dire non esista.

La reazione immediata dei vari settori a un cambiamento, per esempio a una diminuzione, della domanda è la seguente: aumenta l'indebitamento netto delle imprese (per una diminuzione del *cash-flow*), della Pubblica Amministrazione e del resto del mondo (aumento dell'avanzo con l'estero). L'effetto sul risparmio delle famiglie è meno chiaro.

Una reazione indiretta in ciascun settore nascerà dalle politiche decise per correggere i mutamenti che si sono verificati. È molto difficile analizzare in termini generali la catena di eventi che deriva da una causa qualsiasi di modificazione dei flussi finanziari. Le reazioni, nel campo delle politiche economiche, sono difficili da prevedere: a volte, soprattutto nel settore estero, soverchianti influenze esterne sono determinanti per la condotta da seguire.

Per esaminare queste interazioni sarà necessario partire da situazioni storicamente date e, qualunque sia la struttura effettiva che può emergere, essa sarà determinata da specifiche costellazioni e circostanze concomitanti.

Dati sul risparmio delle famiglie: alcune osservazioni metodologiche

Nella Tav. 1 sono riportati alcuni dati che mostrano l'andamento del risparmio delle famiglie come quota del reddito disponibile e il loro surplus finanziario come quota del PIL. Prima di commentare questi dati, occorre accennare ai problemi che la loro elaborazione solleva.

Il sistema della contabilità nazionale non contiene voci distinte per i coltivatori diretti e per le imprese non societarie: i due settori compaiono, insieme alle famiglie, in un unico "conto delle persone fisiche" che quindi, sotto la voce "risparmio personale", riporta il risparmio dei coltivatori diretti e delle imprese non societarie in aggiunta al risparmio delle famiglie in senso stretto. Il risparmio delle famiglie può essere distinto soltanto ricorrendo a un concetto artificiale: si suppone che il settore dei coltivatori diretti e delle imprese risparmi soltanto quella parte di reddito che è necessaria per mantenere inalterato il proprio capitale; quindi tutto il risparmio che non rientra nell'ammortamento (cioè tutto il risparmio *netto*) è attribuito al settore

delle famiglie. Il risparmio personale che compare nella contabilità nazionale degli Stati Uniti (compilata dal *Department of Commerce*) corrisponde in effetti a questo concetto di risparmio delle famiglie (Tav. 1), perché è un dato a cui si arriva sottraendo l'ammortamento (compresi gli aggiustamenti in conto capitale necessari per tener conto dell'inflazione). Si tratta peraltro di un procedimento non privo di difetti, perché l'ammortamento è un concetto piuttosto artificiale e soprattutto perché gli aggiustamenti in conto capitale possono introdurre, in tempi di inflazione, gravi distorsioni nella stima del risparmio. Da questo punto di vista può essere preferibile usare il risparmio al lordo dell'ammortamento come si fa in Gran Bretagna (*Economic Trends*, i cui dati sono riportati per il Regno Unito nella Tav. 1). Il fatto che con questo procedimento si includano anche i risparmi delle piccole imprese e dei coltivatori diretti costituisce uno svantaggio minore, soprattutto se si considera che il nostro vero interesse riguarda soltanto il surplus finanziario. In mancanza di meglio, ci può andar bene il dato relativo ad un settore delle persone fisiche allargato, purché non comprenda la maggior parte delle imprese e quindi purché rifletta il comportamento tipico delle famiglie e non delle imprese.

L'inclusione dei coltivatori diretti e delle imprese non societarie nel settore delle "persone fisiche" comporta maggiori problemi in paesi, come l'Italia, in cui questi due settori sono relativamente estesi. In questi paesi la quota del risparmio è molto elevata e resta molto elevata anche se si tenta di correggerla sottraendo gli ammortamenti: infatti, i piccoli imprenditori e i coltivatori diretti, per ragioni economiche, risparmiano molto più dei lavoratori dipendenti, così che il peso relativamente rilevante di questi gruppi all'interno del settore delle famiglie tende di per sé ad accrescere la quota del risparmio.

Anche se i dati finanziari possono essere inclusi nei conti del reddito nazionale (come consiglia lo SNA), a volte, per esempio negli Stati Uniti, sono trattati in un sistema di contabilità distinto: l'analisi del flusso dei fondi. Il cuore di questo sistema è costituito dalle transazioni finanziarie: in base all'impostazione originaria, sono considerate soltanto le transazioni effettive contro contante o a credito, escludendo tutti i dati artificiali o costruiti, come la rendita imputata, l'ammortamento etc. Questo sistema è perciò molto più omogeneo ed esente dalle difficoltà che provengono da dati "costruiti". Per ciascuno dei settori considerati l'acquisizione di attività finanziarie e l'incremento delle varie forme di indebitamento sono presentati in forma aggregata: la differenza tra i due aggregati costituisce l'indebitamento netto o la posizione creditoria netta di ciascun settore.

TAVOLA 1

RISPARMIO DELLE FAMIGLIE E POSIZIONE CREDITORIA DELLE FAMIGLIE

	U.S.A.	Germania	Francia	Italia	G.B.	Paesi Bassi	Giappone	Canada	Austria
	H	H	H	H	HB	HB	H	H	HB
1960-64			12,0		7,8	13,3			
1965-69			12,1		8,4	14,6		6,4	
1970-74	7,9	14,1	13,8	20,9	10,4	15,5	20,2	8,1	
1975-79	6,3	13,4	13,9	22,7	12,4	13,1	21,4	10,8	
	3,1	5,8			1,9				
1960-64					2,5		8,4	2,2	
1965-69	4,4	7,1	2,6		3,6		9,6	3,6	5,6
1970-74	5,0	8,2	3,6	13,3	5,7		10,6	4,4	8,4
1975-79	4,7	7,6	4,8	15,5					

1. Risparmio delle famiglie come percentuale del reddito disponibile.

2. Posizione creditoria delle famiglie (acquisizione netta di attività finanziarie)

H: Escluse le imprese non societarie e le piccole aziende agricole
HB: Incluse le imprese non societarie e le piccole aziende agricoleFonti: Gran Bretagna: *Economic Trends* (PIL al costo dei fattori)Austria: stime effettuate da Peter Mooslechner (PIL ai prezzi di mercato) da MOOSLECHNER P., NOWOTNY E.: *Gesamtwirtschaftliche Finanzierung und öffentliche Verschuldung*, Wien 1980. Dati sul risparmio di tutti gli altri paesi e dati sulla posizione creditoria (PIL ai prezzi di mercato) per la Francia e il Canada: OECD *National Accounts*. Dati sulla posizione creditoria per gli altri paesi: OECD *Financial Statistics*.

Il conto del flusso dei fondi completa però questo sistema di contabilità finanziaria con un altro approccio, desunto direttamente, con poche modifiche, dai conti del reddito nazionale. In questo approccio alternativo il risparmio lordo di ogni settore è ottenuto come differenza tra i ricavi e le spese correnti. Sottraendo dal risparmio lordo l'investimento reale ("fisico") lordo, resta l'investimento finanziario netto, che dovrebbe essere uguale all'identico concetto cui si è già pervenuti per l'altra via.

Nei conti del flusso dei fondi questi due risultati sono messi a confronto e, per ogni settore, si rileva la discrepanza risultante. Si tratta spesso di una discrepanza notevole, cosa di cui non c'è da sorprendersi, dato che il risparmio lordo è calcolato nei conti del reddito nazionale come voce residuale. In teoria, sembrerebbe che questo difetto sia assente nell'approccio finanziario, basato sull'aggregazione di singole voci. Senonché, anche nell'approccio finanziario i risultati per il settore delle famiglie sono in realtà un dato residuale, perché non esiste quasi nessun dato per le famiglie (e per le imprese non societarie).

Comunque, in questo saggio sono utilizzati i risultati che si ottengono con l'approccio finanziario, preferendoli a quelli ottenuti con l'altro approccio.³

Qualcosa giova aggiungere sul modo in cui è trattato il settore delle famiglie. L'analisi del flusso dei fondi degli Stati Uniti considera separatamente i due settori delle imprese non societarie e delle aziende agricole a conduzione diretta. La separazione tra queste piccole imprese o aziende e le famiglie dei loro proprietari si basa sul principio che tutto il risparmio netto è attribuito alle famiglie (principio che è sostanzialmente identico a quello adottato nei conti del reddito nazionale, anche se quest'ultimo sistema non fornisce dati separati per le piccole aziende agricole e per le imprese non societarie). Basandosi sullo stesso principio si arriva alla conclusione che ogni investimento *netto* reale in questi settori deve essere finanziato o con fondi presi in prestito o con nuovo capitale (*equity*) fornito dai proprietari. In questo modo è statisticamente determinato il flusso del nuovo capitale che entra o esce

³ Il metodo finanziario applicato ai dati del flusso dei fondi degli Stati Uniti fornisce stime relative al settore delle famiglie che sono sistematicamente più alte. Questa discrepanza è abbastanza modesta (dell'ordine del 10%) quando viene misurata in rapporto al risparmio delle famiglie (cioè alla somma dell'investimento reale lordo e dell'investimento finanziario netto). È invece molto grossa quando viene espressa come percentuale dell'investimento finanziario netto, ma non ci sono giustificazioni per attribuire l'errore soltanto a questa parte. Non c'è discrepanza per alcuni paesi; gli errori sono evidentemente nascosti in una o più stime.

dai due settori.⁴ In effetti, i dati relativi agli ultimi anni rivelano un flusso di capitale in uscita. Anche se il fondamento statistico è ancora debole, l'analisi del flusso dei fondi tocca qui aspetti interessanti che non trovano posto nei conti del reddito.

Dati sul risparmio e sui prestiti delle famiglie

I dati riportati nella Tav. 1 illustrano il *trend* crescente della quota del risparmio in un certo numero di paesi. Questo *trend* è ancora più evidente per il volume dei prestiti delle famiglie, espresso in percentuali del PIL. (In effetti, in alcuni paesi come la Gran Bretagna la quota del risparmio finanziario sul risparmio totale delle famiglie è aumentata, rafforzando il *trend* dei prestiti.)

La diminuzione delle due quote negli Stati Uniti e nella Germania negli anni tra il 1976 e il 1979 non può essere considerata come un'interruzione nel *trend* ascendente del risparmio, ma piuttosto è un fenomeno ciclico o, più precisamente, anticiclico, in particolar modo per quanto riguarda gli Stati Uniti. Infatti, all'avanzare della recessione negli Stati Uniti nel 1980 e nel 1981, la quota del risparmio aumenta nuovamente. In altri paesi (Gran Bretagna, Canada e Francia) in quegli anni non appare una diminuzione della quota del risparmio e dei prestiti delle famiglie, bensì una tendenza continuata all'aumento.

Esaminando le cifre anno per anno (Tav. 2), mi sembra sia possibile un'altra generalizzazione. Le quote del risparmio e dei prestiti delle famiglie sono invariabilmente aumentate durante la recessione del 1974 e del 1975. Questo andamento potrebbe essere collegato allo *shock* petrolifero, che ha colpito più o meno tutti i paesi industrializzati e che in quegli anni ha provocato una forte riduzione degli acquisti di automobili e del credito al consumo. Possiamo però trovare segni di un andamento analogo della quota del risparmio anche durante altre recessioni. Così, negli Stati Uniti la quota dei prestiti delle famiglie è stata alta sia nel 1967, anno di crescita molto bassa, sia nel 1970, anno con crescita zero. Gli anni di boom dal 1976 al 1978, successivi a una forte recessione, sono caratterizzati da quote piuttosto basse del

⁴ FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Introduction to Flow of Funds*, Washington 1975.

TAVOLA 2

PERCENTUALI DEL RISPARMIO ANNUO DELLE FAMIGLIE

	U.S.A.		Germania		Francia		G.B.		(3)		
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)			
1960		2,6		5,0		11,5		7,2	1,3	22	
1961		3,1		5,7		10,9		8,7	2,5	35	
1962		3,1		5,3		13,4		5,5	7,5	2,0	33
1963		3,0		6,0		12,3		4,4	7,5	1,9	31
1964		3,9		6,7		12,1		3,2	8,1	2,1	33
1965		4,0		7,5		12,8		3,4	8,9	3,1	44
1966		4,5		6,9		12,2		2,8	9,1	3,4	47
1967	8,1	5,5		6,4		12,5		3,0	8,4	2,5	38
1968	7,1	4,5		7,1		12,3		2,5	7,6	1,5	24
1969	6,4	3,3		7,5		10,9		1,5	8,1	1,9	29
1970	8,0	5,3	13,7	7,9	13,4	3,7	9,3	3,4	0,9	45	16
1971	8,1	4,8	13,5	7,9	13,5	3,7	7,6	9,7	2,3	30	30
1972	6,5	4,5	14,6	8,5	13,7	3,4	9,7	3,5	11,7	4,5	47
1973	8,6	5,1	14,0	7,9	14,1	3,5	11,7	3,7	13,5	6,7	61
1974	8,5	5,4	14,9	8,6	14,1	3,7	13,5	3,7	13,5	6,7	61
1975	8,6	6,6	15,3	9,3	15,3	5,7	12,7	5,7	12,7	6,0	60
1976	6,9	5,3	13,5	7,8	13,0	3,9	11,9	3,9	11,9	5,1	57
1977	5,6	3,9	12,6	7,1	13,4	4,5	10,8	4,5	10,8	4,1	50
1978	5,2	4,4	12,5	6,8	14,4	5,5	12,7	5,5	12,7	6,0	61
1979	5,3	4,4	13,1	7,2	13,3	4,3	14,1	4,3	14,1	7,1	61
1980	5,6	5,9	13,4	7,3			15,3	7,3	8,7	68	68

- (1) Risparmio come percentuale del reddito disponibile
 (2) Posizione creditoria come percentuale del PIL
 (3) Posizione creditoria come percentuale del risparmio.

Fonti: Cfr. Tavola 1.

risparmio e dei prestiti delle famiglie; la quota del risparmio torna però ad aumentare nettamente con la nuova recessione del 1980 e del 1981. Queste e poche altre osservazioni relative a paesi diversi dagli Stati Uniti possono non bastare a sostenere che il comportamento anticiclico delle quote del risparmio e dei prestiti delle famiglie è una legge ferrea (cosa che mi sembra difficile), ma almeno possono bastare ad escludere il caso opposto di comportamento prociclico delle due grandezze. Queste

infatti non mostrano flessibilità rispetto alle condizioni della domanda, in netto contrasto con quanto accade per i profitti e per il risparmio d'impresa.

Dobbiamo ora considerare i prestiti delle famiglie rispetto al sistema complessivo di debiti e crediti dei vari settori dell'economia (Tav. 3). Quali sono i settori che prendono a prestito il surplus finanziario delle famiglie? La risposta varia molto da un paese all'altro; possiamo però dire che solo in casi eccezionali il surplus delle famiglie è assorbito totalmente dalle imprese private non finanziarie. In misura variabile l'assorbimento proviene dal settore pubblico; in generale, nel periodo 1973-80, la sua parte è stata molto più importante che nel passato, mentre minore è stato il ruolo del settore privato non finanziario. Così, nel periodo 1964-72 il settore privato non finanziario negli Stati Uniti ha assorbito l'80% del surplus finanziario delle famiglie, e il 65% in seguito. In Giappone le cifre corrispondenti sono 72% e 38%. Il Giappone non è molto diverso da vari paesi europei, avendo un grosso disavanzo del bilancio pubblico, pari ai due terzi della posizione creditoria complessiva delle famiglie: una situazione più o meno analoga a quella dell'Italia. Il caso estremo è la Gran Bretagna, ove il settore delle società (private) industriali e commerciali è stato (in media) creditore netto nel periodo dal 1960 al 1972; soltanto nel periodo 1973-1980 si è indebitato e solo nella misura del 18% dei prestiti complessivi delle famiglie. (L'industria inglese non ricorre molto al credito bancario, e si autofinanzia con i profitti in una misura eccezionalmente ampia.)⁵ In Francia, invece, il settore delle imprese ha assorbito l'intero surplus finanziario delle famiglie; ciò in parte è dovuto al fatto che le grandi imprese pubbliche sono incluse in questo settore.

La Tav. 4 fornisce ulteriori precisazioni sulla propensione all'indebitamento da parte del settore delle imprese non finanziarie, calcolandone l'indebitamento netto come percentuale dell'investimento reale ("fisico"). Ancora una volta appare chiara l'eccezionalità della situazione del Regno Unito. Negli altri paesi si riscontrano spesso rapporti che vanno da un quarto a un terzo. Le imprese pubbliche sono sempre più propense a contrarre debiti di quelle private.

Una caratteristica comune alla maggior parte dei paesi della Tav. 4 è il forte aumento della percentuale dell'indebitamento durante la recessione del 1974-75. Può essere un caso di quello che più avanti

⁵ J.M. SAMUELS e altri: *Company Finance in Europe*. London 1975.

TAVOLA 3

RISPARMIO FINANZIARIO NETTO PER SETTORE PER ANNO

	Famiglie	Settore pubblico	Imprese non finanziarie	Istituzioni finanziarie	Resto del mondo	Residuo
<i>U.S.A. (miliardi di dollari)</i>						
1964-72	39,4	- 13,7	- 31,4	2,2	2,1	1,3
	100	- 35	- 80	6	5	3
1973-80	94,4	- 42,8	- 61,6	11,9	- 7,4	5,5
	100	- 45	- 65	13	- 8	6
<i>Francia (miliardi di franchi)</i>						
1970-72	41,7	6,5	- 43,4	- 1,8	- 3,0	
	100	15	- 104	- 4	- 7	
1973-80	88,7	- 10,6	- 92,5	8,2	6,2	
	100	- 12	- 104	9	7	
<i>Rep. Federale Tedesca (miliardi di marchi)</i>						
1964-72	43,8	- 0,9	- 21,8	1,9	- 3,6	- 19,4
	100	- 2	- 50	4	- 8	- 44
1973-80	90,6	- 32,2	- 23,7	9,8	- 5,1	- 39,5
	100	- 35	- 26	11	- 6	- 44
<i>Giappone (migliaia di miliardi di yen)</i>						
1964-72	5,2	- 1,3	- 3,7	0,6	- 0,7	
	100	- 25	- 72	12	- 14	
1973-79	17,4	- 11,6	- 6,6	1,3	- 0,6	
	100	- 66	- 38	8	- 3	
<i>Italia (migliaia di miliardi di lire)</i>						
1968-72	7,7	- 3,8	- 3,3	0,2	- 1,1	0,2
	100	- 49	- 43	3	- 15	3
1973-80	27,1	- 17,7	- 10,9	2,4	0,8	- 1,7
	100	- 65	- 40	9	3	- 6
<i>Gran Bretagna (milioni di sterline)</i>						
1960-64	500	- 749	89	39	53	69
	100	- 150	18	8	11	14
1965-72	938	- 594	115	- 163	- 252	- 44
	100	- 63	12	- 17	- 27	- 5
1973-80	7.666	- 7.110	- 1.384	- 95	712	210
	100	- 93	- 18	- 1	9	3

Fonte: Per la Gran Bretagna: *Economic Trends*.
Per gli altri paesi: *OECD Financial Statistics*.
Le imprese pubbliche sono incluse tra le imprese non finanziarie in Germania e in Francia e nel settore pubblico in Gran Bretagna, Giappone e Italia.

TAVOLA 4

SETTORE DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE: INDEBITAMENTO NETTO IN PERCENTUALE DELL'INVESTIMENTO REALE

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
U.S.A.	28	29	26	31	33	34	31	36	43	44	7	22	28	28	30	24
Canada, imprese private						23	28	23	18	37	26	25	17	23	28	32
Francia, imprese private						43	46	42	51	60	43	46	44	40	33	
Italia (1)				28	35	32	41	26	50	53	59	41	30	20	10	35
Germania (2)	30	24	3	13	30	32	32	29	29	25	11	15	14	1	15	21
G.B., imprese private				16	22	33	7	14	25	43	10	5	5	2	19	17
Canada, imprese pubbliche						53	59	58	73	71	81	78	69	62	59	50
Francia, società pubbliche						16	24	32	29	50	58	51	51	51	49	
G.B., imprese pubbliche				45	52	34	53	15	12	46	54	39	19	12	35	

Fonte: *OECD Financial Statistics*.

(1) Deficit finanziario riconosciuto.

(2) Comprende le imprese pubbliche, non comprende le abitazioni.

chiamerò "indebitamento forzato": i profitti furono inferiori alle aspettative e quindi l'investimento reale, realizzato secondo decisioni prese in precedenza, dovette essere finanziato con l'indebitamento in una misura superiore al normale. Questa situazione è stata solo temporanea.

Il comportamento del risparmio: analisi e implicazioni

Tenendo presenti i dati riportati, cerchiamo ora di capire le connessioni esistenti tra i diversi movimenti.

Un buon punto di partenza è l'aumento della quota del risparmio nella crisi del 1974-75. Il risparmio delle famiglie rappresenta il saldo tra il risparmio lordo delle famiglie e il loro indebitamento: alcuni individui risparmiano, altri si indebitano, e il risultato è il risparmio indicato dai nostri dati. Durante una recessione, ambedue i valori possono andare nella stessa direzione, ma il loro saldo può aumentare. Secondo una tesi tradizionale, quando i redditi cadono i consumatori cercano, almeno nel periodo corrente, di mantenere il consueto tenore di vita; ciò tende a ridurre la quota del risparmio. Contemporaneamente, però, il flusso netto del credito al consumo e dei mutui ipotecari per l'acquisto di abitazioni si riduce, per l'incertezza sui redditi futuri; ciò tende ad aumentare la quota del risparmio; e questo effetto sarà maggiore, perché si associa per sua natura ad una caduta del consumo di beni durevoli e degli acquisti di case finanziati con debiti del consumatore.

Così, per esempio, se l'acquisto a credito di beni di consumo diminuisce di un ammontare superiore alla diminuzione del risparmio al lordo dell'indebitamento, il risparmio netto e la quota del risparmio aumenteranno per la riduzione nel flusso netto del credito al consumo. La reazione "perversa" del risparmio nel 1974-75 appare perciò molto naturale nelle condizioni odierne, in cui sono diventati oltremodo importanti due elementi che non erano particolarmente rilevanti nell'Europa dell'anteguerra. L'uno è il peso relativo nella spesa dei consumatori costituito dai beni durevoli e anche dalla costruzione di abitazioni. L'altro è la straordinaria importanza del consumo finanziato con debiti. Entrambi sono fattori d'instabilità nella misura in cui accentuano gli effetti di stimolo o di contrazione dei redditi.

La visione tradizionale del consumo come elemento passivo, che si adatta a un reddito dato e lascia un resto positivo, non è più adeguata. Si

può invece sostenere che i beni di consumo durevoli sono per molti aspetti simili a beni di investimento. La loro domanda non è limitata dalle risorse o dal reddito di chi li acquista, ma dipende in larga misura dalle aspettative sui redditi futuri ed è perciò mutevole come l'investimento. La variazione nella domanda di beni di consumo durevoli sarà perciò spesso molto superiore alla variazione nei redditi disponibili che l'ha provocata. Lo strumento che rende possibile questo effetto di *leverage* è il credito al consumo.⁶

La discussione si è finora concentrata sul comportamento ciclico del risparmio, e la conclusione è che, *prima facie*, è improbabile che la quota del risparmio si muova in senso prociclico e che anzi può anche variare in senso anticiclico. A questo punto si presenta il problema se sia possibile una qualche generalizzazione plausibile su come la quota del risparmio reagisca a variazioni nel saggio di crescita di lungo periodo.

Alcune delle reazioni di breve periodo che abbiamo ricordato possono essere temporanee. Per esempio, sono di questo tipo il tardivo adattamento del consumo ad una diminuzione del reddito, ma anche la riduzione del ricorso al credito per comprare beni durevoli, che in parte può essere semplicemente una dilazione dell'acquisto. Le due reazioni operano in senso opposto. Forse si può concludere che anche nel lungo periodo non c'è nessuna solida ragione per cui livelli inferiori del reddito debbano dar origine a quote inferiori di risparmio (e livelli superiori a quote superiori). In effetti, se ai fini di un modello astratto si assumesse che la quota del risparmio resti approssimativamente costante rispetto a variazioni del saggio di crescita, non si farebbe un'ipotesi grossolanamente irrealistica.

Ai fini dell'analisi dei problemi praticamente rilevanti possiamo però accontentarci di un'affermazione "più debole": possiamo dire che il risparmio delle famiglie sarà piuttosto rigido, se paragonato al risparmio delle imprese, rispetto a variazioni nella crescita del PIL. Gli è, semplicemente, che i profitti delle imprese sono più flessibili rispetto alla domanda complessiva o alla crescita di quanto siano la maggior parte degli altri redditi. Ne deriva che, *inter alia*, il rapporto tra il risparmio delle famiglie e quello delle imprese aumenterà al diminuire del saggio di crescita.

⁶ La propensione netta marginale a risparmiare sul reddito netto (di tasse), cioè il saldo fra il risparmio di alcuni e l'indebitamento di altri, può così essere uguale a zero o negativa. Nondimeno, la propensione marginale a consumare sul reddito lordo (di tasse) sarà inferiore all'unità purché l'imposta marginale (e, in un sistema aperto, la propensione marginale a importare) sia sufficiente ad assicurare la convergenza del moltiplicatore.

È ora il momento di passare al problema centrale di questo saggio: quali sono gli effetti sulla crescita di un aumento del risparmio delle famiglie?⁷

Consideriamo dapprima un'economia chiusa in cui non ci sia un settore pubblico. Poiché l'investimento in ogni anno è determinato da decisioni prese nel passato e quindi è dato, ogni aumento del risparmio finanziario delle famiglie significa che il risparmio delle imprese deve diminuire di altrettanto. Questa diminuzione si realizza *tramite* la riduzione della domanda, che a sua volta riduce l'utilizzazione della capacità produttiva e quindi i profitti e il risparmio delle imprese. La conseguenza sarà una riduzione degli incentivi a investire nei periodi successivi. Questo effetto del risparmio delle famiglie può essere afferrato in modo intuitivo: l'esistenza di risparmi al di fuori delle imprese implica che una parte del risparmio creato dall'investimento delle imprese non ritorna al settore delle imprese stesse e che perciò non è disponibile per essere *direttamente* reinvestito, indebolendo così gli incentivi all'investimento. Il risparmio esterno alle imprese può essere utilizzato solo se le imprese sono disposte a indebitarsi, e le imprese sono vincolate nella politica di indebitamento da considerazioni di rischio. D'altra parte, anche il sistema finanziario, intermediario tra imprese e risparmiatori, è fortemente guidato da considerazioni di rischio.

In un sistema chiuso, pertanto, la conseguenza immediata di un aumento del risparmio delle famiglie sarà una specie di "indebitamento forzato": le imprese constatano che i loro profitti sono inferiori alle aspettative e che quindi devono finanziare l'investimento corrente ricorrendo all'indebitamento in una misura superiore al previsto. Ciò può indurle a ridurre l'investimento nel futuro.

In un'economia chiusa il rapporto in cui il risparmio finanziario delle famiglie sta al risparmio lordo d'impresa dovrebbe corrispondere al rapporto che il settore delle imprese nel suo complesso desidera stabilire tra finanziamento del proprio investimento lordo corrente mediante l'indebitamento e finanziamento con il proprio risparmio lordo. La politica di indebitamento delle imprese può essere molto flessibile in certe situazioni, ma il rapporto tra indebitamento e totale delle attività, una volta raggiunto un determinato livello critico, diventa un vincolo molto serio.

⁷ In linea teorica, questo problema è stato discusso da KALECKI con riferimento al "risparmio del rentier". *Theory of Economic Dynamics*, London 1954.

Le conclusioni raggiunte per il caso molto astratto di un'economia chiusa cambiano notevolmente quando si passa a considerare un'economia aperta. In questo caso il risparmio delle famiglie ha contropartite anche nel saldo con l'estero e nel disavanzo del bilancio pubblico. Gli effetti di un aumento del risparmio delle famiglie saranno in una certa misura deviati verso il saldo con l'estero e il disavanzo pubblico; nella misura in cui questo accade, si riducono gli effetti negativi esercitati da un aumento del risparmio delle famiglie sul saggio di crescita, a meno che il disavanzo statale non conduca a un contenimento delle spese del settore pubblico.

È possibile una risposta più concreta se guardiamo agli effetti reali di un aumento del risparmio delle famiglie negli ultimi decenni? Sulla base dei dati empirici si può dire che l'"indebitamento forzato" delle imprese è stato nel migliore dei casi soltanto un risultato temporaneo della recessione del 1974-75. Non ci sono segni che nel lungo periodo sia cresciuto il rapporto dell'indebitamento rispetto all'investimento delle imprese (cfr. Tav. 4). Né il saldo con l'estero poteva offrire uno sbocco, governato come era da fattori molto particolari. Guardando ai crescenti disavanzi di bilanci pubblici, sembra che proprio essi abbiano costituito le contropartite ai risparmi delle famiglie nella maggior parte dei paesi. Evidentemente il settore pubblico è il settore meno in grado di difendersi dalle pressioni di un surplus finanziario, il quale per esistere deve trovare chi lo prenda a prestito. Ma come mai il settore pubblico è così privo di difese? Secondo alcuni la spiegazione sarebbe nell'incapacità dei governi di resistere alle pressioni dello "welfare state". La mia interpretazione è diversa. In realtà non è stato per difetto di tentativi se le politiche di contenimento delle spese pubbliche sono ripetutamente fallite negli ultimi dieci anni. Il fallimento può essere attribuito a tre circostanze. La prima è che di ogni taglio della spesa pubblica qualcosa come la metà si ripercuote in riduzioni delle entrate fiscali e in aumenti della spesa di assistenza sociale (per sussidi di disoccupazione etc.).⁸ L'altra metà costituisce una riduzione del reddito disponibile. Come si è già detto, tale riduzione può facilmente portare a una diminuzione della spesa (e dell'indebitamento) per beni durevoli di ampiezza molto maggiore. Ma anche se il risparmio netto delle famiglie è al margine pari a zero, il risultato — con un'imposta marginale, poniamo, del 50 per cento — è che, in un sistema chiuso, opera un

⁸ Cfr. T.S. WARD e R.R. NEILD, *The Measurement and Reform of Budgetary Policy*. Heinemann, London 1978.

moltiplicatore di 2, tale da ridurre gli introiti di bilancio di un importo analogo alla diminuzione della spesa. Le reazioni dei consumatori saranno in parte temporanee. In uno stadio successivo, la reazione negativa degli investimenti fissi delle imprese può subentrare e render certo che non ci sia alcun miglioramento nella situazione del bilancio pubblico.

La terza condizione che fa abortire le politiche di taglio della spesa pubblica è legata al saldo con l'estero. In condizioni di normalità, tale saldo migliorerà (il "resto del mondo" ricorrerà a prestiti o almeno ne concederà di meno) se diminuiscono la domanda e il reddito. Così, il saldo con l'estero farà da freno. Ma questa valvola di sicurezza, attraverso la quale un eccesso di risparmio può trovare una via di uscita trasformandosi in prestiti ad altri paesi, non può funzionare molto bene se tutti i paesi industrializzati stanno contemporaneamente adottando politiche restrittive ed entrando in una recessione. La situazione allora diventa molto simile a quella di un'economia chiusa, con l'eccezione dei rapporti con i paesi del Terzo Mondo che restano ancora aperti e che sembrerebbe non difficile indurre a chiedere prestiti. Senonché, in ultima istanza, la capacità dei paesi del Terzo Mondo di indebitarsi dipende dall'ammontare di crediti che i paesi industrializzati sono disposti a conceder loro. Senza crediti, i paesi del Terzo Mondo ridurranno le importazioni, e la "valvola di sicurezza" si chiuderà.

È evidente che non è possibile definire un modello generalmente valido per politiche di restrizione della spesa pubblica, perché molto dipende dalla reazione del saldo con l'estero che può essere determinata da fattori storici concomitanti. Si può soltanto descrivere uno scenario di una politica frustrata di restrizione, che riflette il corso degli eventi negli anni successivi al 1974.

La tendenza ad attuare politiche di contenimento è stata presente praticamente in tutto il mondo industrializzato. L'assorbimento da parte del Terzo Mondo di una porzione del risparmio dei paesi industrializzati si è dimostrata impossibile; anzi, il mondo industrializzato nel suo insieme è stato costretto, volente o nolente, a prender a prestito dai paesi dell'OPEC la maggior parte del surplus che quei paesi non erano in grado di spendere. In effetti, i paesi OPEC venivano essi stessi attuando politiche di contenimento parallele a quelle adottate dai paesi industrializzati. In simili circostanze tutti gli sforzi di restrizione finiscono soltanto per rimbalzare sul settore pubblico sotto forma di rinnovati e perfino aumentati disavanzi.

È da supporre che anche in futuro una politica di restrizione non limitata ad un solo paese ma generalizzata fallirà nel suo scopo di riportare il bilancio pubblico in pareggio.

Risparmio e crescita

Torniamo ancora sugli effetti che la crescita di lungo o medio periodo ha sul risparmio. Data la rigidità dei risparmi delle famiglie, un rallentamento della crescita, comprimendo il risparmio delle imprese, deve far aumentare la quota del risparmio delle famiglie nel risparmio privato totale. Questo fatto di per sé renderà più difficile per le imprese prendere a prestito l'intero risparmio delle famiglie. Una volta che il risparmio finanziario delle famiglie abbia abbondantemente superato la metà del risparmio complessivo, diventa illusorio aspettarsi che possa essere assorbito dalle imprese private.

In realtà, oggi, in certi paesi perfino il ripristino dell'investimento privato ad un livello sufficiente a mantenere la piena occupazione non ridurrebbe per sé solo la quota del risparmio delle famiglie ad un livello abbastanza basso da renderlo suscettibile di essere assorbito, mediante prestiti, dalle imprese private senza altri sforzi. La quota del risparmio è soltanto uno dei problemi che hanno afflitto il mondo dopo la fine dei giorni di ininterrotta prosperità. Alcuni di questi problemi sono stati da me brevemente discussi altrove.⁹

I vincoli dell'offerta

Finora la mia analisi si è basata sull'ipotesi che non vi fossero vincoli dal lato dell'offerta, ipotesi che nelle circostanze attuali è realistica.

I vincoli dell'offerta possono essere di vario grado. Quando assumono la forma più forte (quando la domanda supera la massima produzione possibile con le risorse disponibili) conducono a un'inflazione da profitti. Prima di raggiungere questo stadio, via via che le

⁹ "Stagnation Theory and Stagnation Policy". *Cambridge Journal of Economics*. April 1979.

strozzature si diffondono, la valvola di sfogo è il saldo con l'estero. Mentre l'inflazione da profitti non ha avuto praticamente nessun ruolo nell'economia dei paesi industrializzati dopo gli anni immediatamente successivi alla guerra, in alcuni paesi ha avuto importanza il riversarsi dell'eccesso di domanda sul saldo con l'estero in periodi di sovraoccupazione. È evidente che in simili circostanze è di aiuto un risparmio delle famiglie di ampie dimensioni; ed è perciò naturale che in periodi siffatti si facciano, per esempio, tentativi di limitare il credito al consumo.

Nel complesso, negli ultimi decenni, nei paesi industrializzati sono prevalsi i periodi in cui i vincoli posti dall'offerta sono stati trascurabili e la domanda effettiva è rimasta il fattore cruciale.

Politiche del risparmio

Il trend ascendente della quota del risparmio si basa non soltanto su dati statistici ma anche su considerazioni di plausibilità. Nei decenni di grande prosperità era prevedibile che il consumo non tenesse sempre il passo con un reddito reale che di anno in anno aumentava in forte misura. Era soprattutto prevedibile per quegli strati sociali i cui membri raggiungevano redditi particolarmente alti: dirigenti, liberi professionisti, campioni sportivi, grandi artisti, alti funzionari. Ai livelli immediatamente inferiori ci fu, d'altra parte, la diffusione del risparmio istituzionale — assicurazioni sulla vita, accumulazione di fondi pensionistici — forme di risparmio che dal punto di vista del "flusso dei fondi" sono soltanto un investimento finanziario indiretto del risparmiatore. Benché contemporaneamente aumentasse anche il credito al consumo, ciò non avveniva allo stesso ritmo dell'accumulazione di risparmio, stimolata anche da sussidi pubblici al risparmio, a volte molto generosi, adottati in varia misura da diversi paesi.

Un nuovo *rentier*, con propri interessi, è sorto così dalle rovine delle vecchie classi di *rentiers* che, almeno nei paesi dell'Europa centrale, erano state cancellate dai sommovimenti sociali ed economici susseguenti a due guerre mondiali.

C'è un fenomeno che ostacola questa evoluzione: l'inflazione che riduce, a vantaggio dei debitori (imprese o stato), il valore e la redditività reali delle attività finanziarie delle famiglie. Tale effetto non

può essere controbilanciato interamente da una politica di alti tassi di interesse, perché le vecchie attività finanziarie incorporate in titoli a reddito fisso perdono in ogni caso valore.

Poiché l'inflazione non può essere accettata senza riserve, ci si può domandare quali siano le politiche alternative per affrontare gli effetti indesiderabili di una quota crescente di risparmio. È evidente che la promozione del risparmio, che può essere stata saggia nel periodo della ricostruzione del dopoguerra, è ora diventata paradossale, perché il risparmio è "sussidiato" con fondi pubblici soltanto per essere ripreso in prestito dallo stato a caro prezzo. Oltre ad eliminare questa stravaganza, sembra che vi siano tre vie da seguire: primo, indurre le imprese a contrarre maggiori prestiti; secondo, incoraggiare il ricorso a prestiti e l'investimento reale delle famiglie; terzo, intervenire direttamente sulla distribuzione dei redditi personali.

- 1) Si può ottenere il primo risultato rendendo l'indebitamento meno rischioso per le imprese. Un massimo di garanzia statale è goduto dalle imprese nazionalizzate. In effetti, le imprese pubbliche sono più corrive a indebitarsi delle imprese private (cfr. Tav. 4). Anche alle imprese private si possono dare garanzie consistenti: un esempio sono i crediti alle esportazioni garantiti dallo stato. Ci sono limiti naturali per questo tipo di politica, perché la responsabilità deve restare sostanzialmente all'impresa. Oggi però la tendenza a sostenere le strutture finanziarie con la promessa di appoggi svolge una parte molto importante.
- 2) Il credito concesso dalle banche alle famiglie non soltanto per l'acquisto di abitazioni, ma anche di mobili e altri beni, è oggi molto importante, e a volte ha colmato il vuoto lasciato da una insufficiente domanda di credito da parte delle imprese. Questo credito, anche se può essere un sintomo di mancanza di dinamismo industriale di alcuni paesi, è tuttavia un modo per colmare il divario tra le necessità dei giovani e l'eccesso di risparmio di un'altra parte della popolazione; purtroppo, non è uno strumento ideale, perché risolve soltanto i problemi di una minoranza (la maggior parte dei giovani non è in grado di sostenere il peso del debito).
- 3) Il punto 3 tocca un problema nevralgico. Si può supporre che la disuguaglianza dei redditi sia una delle cause delle crescenti quote di risparmio. Ora, è difficile sostenere che gli stipendi dei chirurghi, dei docenti universitari, dei funzionari etc. siano strettamente determi-

nati dalle forze del mercato. Quanto ai "managers" ci si richiama spesso all'esistenza di un mercato internazionale; ma quanto arbitrari e convenzionali siano proprio questi tipi di reddito (e le disposizioni istituzionali e i pregiudizi che li sostengono) risulta evidente dal fatto che i "managers" giapponesi guadagnano molto meno dei loro colleghi negli Stati Uniti.¹⁰ Le forze di mercato, nella misura in cui esistono, sono rese inattive da pratiche restrittive.

L'assenza di una base strettamente razionale per la determinazione dei redditi più alti dovrebbe rendere più facile intervenire su di essi. In realtà avviene il contrario. L'irrazionalità della struttura del reddito è abbastanza forte da resistere ad ogni sforzo di modificazione.

Ritengo probabile che la tendenza all'aumento del risparmio delle famiglie continui. Le cose potrebbero andare diversamente se una parte del risparmio si trasformasse in capitale di impresa, e i risparmiatori diventassero quindi nuovi imprenditori. Un esito di questo tipo potrebbe aumentare la concorrenza e favorire l'innovazione; ma è improbabile che si avveri, né sembra favorito da alcune delle politiche predominanti. Le politiche di promozione del risparmio e degli alti tassi di interesse giovano al *rentier* e non all'imprenditorialità. La filosofia di Keynes dell'eutanasia del *rentier* non ha incontrato il favore di chi fa oggi la politica economica.

JOSEF STEINDL

¹⁰ Intervista ad AKIO MORITA, presidente della SONY, comparsa su *International Herald Tribune* il 13 Aprile 1981.