



FUNZIONI ECONOMICHE DEL RISPARMIO PER
IL BUON FUNZIONAMENTO DELL'ECONOMIA

Pietro Alessandrini

Working paper no. 144

December 2017

Abstract

La Costituzione Italiana, articolo 47, *“incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme”*. Esplicitamente attribuisce al risparmio il ruolo di bene pubblico fondamentale per il sistema economico e sociale. Dobbiamo chiederci perché il risparmio è così importante da essere considerato nella carta costituzionale. La risposta a questa domanda può essere articolata riprendendo in esame le caratteristiche generali del risparmio, le sue principali determinanti, le fonti private, pubbliche e internazionali del risparmio, le forme di impiego attraverso il sistema finanziario, gli effetti sullo sviluppo economico.

The Italian Constitution, article 47, *“encourage and safeguard saving in all of its forms”*. Explicitly the role of fundamental public good for the economic and social system is attributed to saving. The question is to explain why saving is so important to be considered in the Constitution. The answer needs to consider different aspects of saving, like: general characteristics; main determinants; private, public, and international sources; different uses through the financial system, impacts on the economic growth.

Key words: saving, investment, macroeconomy

JEL code: E21, E22, E44

Funzioni economiche del risparmio per il buon funzionamento dell'economia.¹

di

Pietro Alessandrini

Se la Costituzione Italiana *“incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme”* esplicitamente attribuisce al risparmio il ruolo di bene pubblico fondamentale per il sistema economico e sociale. Dobbiamo chiederci perché il risparmio è così importante da essere considerato nella carta costituzionale. La risposta a questa domanda può essere articolata prendendo le mosse dalle caratteristiche generali del risparmio, per poi considerare le sue principali determinanti, le forme di impiego e gli effetti sul sistema economico e sociale.

1. Caratteristiche generali del risparmio

La definizione più comune è quella contabile che misura il risparmio come differenza tra il flusso di reddito e il flusso del consumo. Pertanto il risparmio può assumere valore positivo, nullo o negativo se il reddito è maggiore, uguale o minore al consumo. Trattandosi di flussi la loro misurazione viene riferita a un periodo dato (mese, trimestre, anno).

La definizione contabile è valida sia a livello individuale sia a livello aggregato. Il risparmio nazionale o interno è la somma algebrica del risparmio privato, che corrisponde alla somma del risparmio delle famiglie e delle imprese, e del risparmio pubblico (della pubblica amministrazione).

Il risparmio delle famiglie è dato dal reddito disponibile al netto dei consumi (inclusi i consumi durevoli). Il reddito disponibile è ottenuto sottraendo dal reddito lordo percepito dalle famiglie la tassazione netta, che comprende il saldo tra il prelievo fiscale più i contributi previdenziali meno i trasferimenti previdenziali (pensioni, sussidi).

Il risparmio delle imprese è dato dai profitti non distribuiti ai possessori del capitale d'impresa. Anche in questo caso i profitti sono al netto della tassazione netta, data dal prelievo fiscale al netto dei trasferimenti pubblici (oneri previdenziali meno sussidi, incentivi).

Il risparmio pubblico è dato dalla differenza tra il gettito fiscale corrente (tassazione più contributi previdenziali raccolti da famiglie e imprese) e la spesa corrente (inclusi gli interessi sul debito pubblico e i trasferimenti al settore privato).

Poiché la fonte originaria del risparmio è il reddito prodotto in un dato sistema economico, che poi si distribuisce tra i diversi operatori privati e pubblici, appare sin da ora chiaro che la spinta maggiore a “incoraggiare” la formazione del risparmio, prima ancora di “tutelarlo”,

¹ Lavoro preparatorio per il “Rapporto sulla tutela del risparmio finanziario in Italia”, a cura di Alessandrini P., Barbaresco G., Fratianni M., Savona P., Fondazione Cesifin, Firenze. Ringrazio Marianna Astore, Michele Fratianni, Paolo Savona, esentandoli da ogni responsabilità.

è di favorire lo sviluppo economico, che consente ripartire l'incremento di reddito per aumentare sia i consumi (il tenore di vita corrente) sia il risparmio (il tenore di vita futuro).

Il risparmio è un flusso che incrementa lo stock di ricchezza,² che nelle economie moderne può essere ricchezza reale (beni capitali) e ricchezza finanziaria. La ricchezza finanziaria deriva da rapporti di credito e di debito. Ne consegue che la ricchezza finanziaria di ogni operatore deve essere valutata al netto, sottraendo allo stock delle proprie attività finanziarie (moneta, depositi, obbligazioni, azioni) le proprie passività finanziarie (debiti nelle varie forme)

Non tutto il risparmio è il risultato di una rinuncia consapevole a consumare. Possiamo individuare tre situazioni di risparmio che esula da una scelta autonoma. Le prime due sono direttamente collegate al livello del reddito disponibile. Se il livello è molto basso, non vi sono margini per risparmiare e il risparmio può assumere un valore nullo o addirittura negativo. All'opposto, quando il livello di reddito disponibile è molto alto e supera il massimo consumo sostenibile, il risparmio è residuale non essendo il risultato di una rinuncia a consumare. In questo caso, se l'individuo non ha il problema di scegliere quanto risparmiare, si trova comunque dinanzi a un problema di scegliere come impiegare il risparmio.

La terza situazione che esclude la scelta autonoma di risparmiare è il risparmio obbligato o forzoso. Si tratta di quote di risparmio sottratte dalle autorità ai redditi privati, come scelta pubblica che si sostituisce alle scelte individuali a scopo di sicurezza, protezione e redistribuzione. Rientrano in questa categoria i contributi obbligatori versati agli enti pubblici di previdenza sociale (pensioni, infortuni). I corrispondenti flussi vengono conteggiati come trasferimenti pubblici. Contribuiscono alla formazione del bilancio della pubblica amministrazione e nel suo ambito del risparmio pubblico, con un apporto che può essere negativo o positivo, a seconda che i trasferimenti raccolti siano inferiori o maggiori dei trasferimenti erogati. Sugli effetti del risparmio pubblico negativo torneremo più avanti (paragrafo 4.1).

2. Le principali determinanti del risparmio

In quanto reddito corrente non consumato, la ipotesi più semplice è di attribuire al risparmio un ruolo di scelta complementare rispetto alle scelte di consumo, secondo il piano di distribuzione nel tempo dei consumi. Se questo è indiscutibile, una analisi più attenta porta a inserire il risparmio all'interno di un complesso quadro di decisioni interdipendenti, nel quale si sommano motivazioni soggettive e fattori oggettivi.³

² Per semplicità non si tiene conto della distinzione tra risparmio lordo e risparmio netto, che corrisponde alla analoga distinzione tra reddito lordo e netto e tra investimenti lordi e netti. La differenza è data dagli ammortamenti che vengono accantonati per recuperare il valore del capitale che si riduce nel tempo. Quindi il R lordo si distribuisce in parte per ammortizzare il capitale esistente e in parte per incrementarlo.

³ Per una rassegna sintetica si rinvia a Alessandrini e Zazzaro (1997).

Le motivazioni soggettive sono molteplici. Keynes nella *General Theory* (1936) ne elenca otto: precauzione, previdenza, calcolo, miglioramento, indipendenza, iniziativa, orgoglio, avarizia. La teoria che meglio li riassume è quella del ciclo di vita di Modigliani e Brumberg (1954), che considera come principale movente del risparmio l'accumulazione della ricchezza per la vecchiaia. A questo movente puramente precauzionale si aggiunge il movente ereditario, che estende la prospettiva oltre l'orizzonte vitale del singolo individuo. La nuova economia della famiglia teorizzata da Becker (1974) introduce in questo ambito i valori etici che fanno oscillare la bilancia tra egoismo ed altruismo nei rapporti intergenerazionali.

Oltre alle motivazioni soggettive, si deve tenere conto anche di fattori oggettivi, quali la demografia (struttura per età, speranza di vita della popolazione), l'occupazione (autonoma, dipendente), il reddito (fisso, variabile), la struttura sociale (redditi relativi, classi sociali, grado di mobilità sociale), il credito (vincoli di liquidità, efficienza degli intermediari), le istituzioni (garanzie pubbliche, previdenza sociale, stabilità politica).

I risultati empirici dimostrano, in estrema sintesi, che la propensione media al risparmio è non solo direttamente legata al livello di reddito corrente e alle aspettative di redditi futuri. Si riduce all'aumentare dell'invecchiamento della popolazione (maggiore speranza di vita, minore quota di attivi), della stabilità dei redditi (maggiore quota di dipendenti a reddito fisso), del livello della classe di reddito (maggiore mobilità sociale), della disponibilità del credito (minori vincoli, maggiore efficienza degli intermediari), delle garanzie istituzionali (copertura previdenziale).

Le conclusioni che si possono trarre toccano vari aspetti inerenti la promozione e la tutela del risparmio, come la nostra Costituzione prescrive.

Innanzitutto, la formazione del risparmio è un prodotto strettamente connesso con la struttura economica e sociale di un paese.

In secondo luogo, il risparmio deve essere analizzato in un'ottica dinamica, perché la capacità di risparmiare è sia il risultato sia il motore della evoluzione della struttura economica e sociale in un circuito progressivo che si autoalimenta.

In terzo luogo, poiché alla base di ogni decisione di risparmio c'è la scelta di trasferimento del potere di acquisto nel futuro, il quale è oggettivamente incerto, entrano in gioco le aspettative, con i diversi atteggiamenti soggettivi nei confronti dell'incertezza e dei rischi da assumere. Le autorità di governo possono contribuire a ridurre i gradi di incertezza e di rischiosità con interventi di politica economica (monetaria e fiscale) mirati a ridurre la ciclicità dell'economia e a stabilizzare il grado di fiducia nell'economia e nelle istituzioni. Possono anche favorire o scoraggiare l'altruismo intergenerazionale liberalizzando o tassando i lasciti ereditari.

Queste considerazioni giustificano appieno la definizione del risparmio come bene pubblico, la cui promozione e tutela entra profondamente nella attivazione dello sviluppo economico e sociale. Coinvolge tutti gli operatori: le istituzioni assieme ai cittadini, alle imprese, agli operatori finanziari. Interagisce con il sistema dei valori individuali e collettivi.

3. Le forme di impiego del risparmio

Ogni decisione di risparmio R comporta un investimento in nuova ricchezza reale I e/o in incremento delle ricchezza finanziaria netta ΔRFN , con l'acquisto di nuove attività finanziarie ΔAF e/o la riduzione (rimborso) delle passività finanziarie ΔPF , secondo la seguente identità contabile:

$$(1) \quad R \equiv I + \Delta RFN \equiv I + \Delta AF - \Delta PF$$

Grazie alla presenza del sistema finanziario, che organizza gli scambi di flussi finanziari nei diversi mercati, ciascun operatore non è costretto a vincolare i propri investimenti reali alla propria disponibilità di risparmio. Può investire più di quanto riesca a risparmiare ($R < I$), attingendo alle attività finanziarie accumulate ($\Delta AF < 0$) e/o aumentando le passività finanziarie ($\Delta PF > 0$) con il risultato di ridurre la propria ricchezza finanziaria netta ($\Delta RFN < 0$). Questa è la situazione degli operatori in deficit che spendono più del loro reddito. Ciò è reso possibile limitatamente alla disponibilità dello stock di ricchezza, che rappresenta il serbatoio dal quale è possibile recuperare le risorse mancanti. In presenza del sistema finanziario, lo stock di ricchezza finanziaria netta può essere anche negativo ($RFN < 0$), quando le passività superano le attività finanziarie ($PF > AF$). In questa situazione si trovano nell'aggregato le imprese e la pubblica amministrazione.

A fronte vi debbono essere operatori in surplus, che risparmiano più di quanto investono ($R > I$) e incrementano la propria ricchezza finanziaria netta ($\Delta RFN > 0$), accumulando nuove attività finanziarie ($\Delta AF > 0$) e/o rimborsando le passività finanziarie ($\Delta PF < 0$). In questa posizione si trovano i bilanci aggregati delle famiglie.

Poiché ogni scambio finanziario viene registrato contemporaneamente come AF nell'attivo dei bilanci dei finanziatori e come PF nel passivo dei bilanci dei finanziati, nell'aggregato di tutti i bilanci di un sistema economico si ha $\sum AF \equiv \sum PF$. Vale a dire che la ricchezza finanziaria complessiva netta si annulla ($\sum RFN = 0$). Risultato tautologico dal punto di vista contabile, che è sempre vero in economia chiusa agli scambi internazionali. Ma anche in economia aperta se tra i macro operatori si include anche l'estero, come vedremo più avanti (paragrafo 4.2). L'ovvio annullamento della ricchezza finanziaria complessiva netta non deve fare perdere di vista l'importanza economica sottostante del sistema finanziario. Tre considerazioni meritano attenzione.

La prima è che il sistema finanziario ha il compito fondamentale di redistribuire la ricchezza finanziaria tra operatori in deficit e in surplus. Di conseguenza, il valore della ricchezza finanziaria lorda ($\sum AF \equiv \sum PF$) cresce quanto più ampi e durevoli sono gli squilibri tra operatori in deficit e operatori in surplus. La seconda considerazione è che la crescita non può essere illimitata. C'è un limite all'accumulo di passività finanziarie (debiti per le famiglie, le imprese e la pubblica amministrazione, azioni emesse per le imprese) legato a problemi di fiducia sulla loro sostenibilità da parte dei finanziatori, che debbono accettare di acquisire in portafoglio le corrispondenti attività finanziarie. La terza considerazione è che il bilanciamento complessivo tra attività e passività finanziarie vale anche per i flussi di ciascun periodo. Se pertanto $\sum \Delta AF - \sum \Delta PF \equiv 0$, dalla relazione (1) risulta $\sum R \equiv \sum I$. Questo risultato attribuisce al risparmio il ruolo di fonte di risorse per

l'accumulazione di nuovo capitale di un sistema economico. Ciò è vero ex-post. Non ne deriva alcuna indicazione sui nessi causali sottostanti che legano le due grandezze, come vedremo più avanti (paragrafo 4).

Riportando queste considerazioni basilari nell'ottica del risparmio come bene pubblico da incoraggiare e tutelare, si possono trarre le seguenti conclusioni.

Innanzitutto, non si deve perdere di vista l'origine reale del risparmio, che deriva da risorse prodotte, ma non consumate, che nel flusso circolare del reddito restano a disposizione per essere investite.

Per questo, in secondo luogo, non si deve dimenticare che il ruolo fondamentale dei flussi finanziari è quello di traghettare il risparmio verso gli investimenti reali, anche se chi risparmia non necessariamente corrisponde a chi investe.

Di conseguenza, in terzo luogo, le autorità di politica economica sono implicitamente chiamate dalla norma costituzionale sulla tutela del risparmio ad adottare politiche di monitoraggio, controllo e intervento sui mercati e sugli intermediari finanziari per indirizzare con efficienza e stabilità i flussi di risparmio verso i flussi di investimento in capitale reale.

L'esigenza di bilanciare obiettivi di efficienza e di stabilità è un compito difficile, ma necessario. L'eccesso di liberalizzazione favorisce l'efficienza, ma nel lungo periodo espone il sistema a forti rischi di instabilità, come si è puntualmente verificato nella Grande Depressione degli anni Trenta e nella Grande Crisi Finanziaria a cavallo dei primi due decenni del Duemila. L'eccesso opposto di regolamentazione per riportare la stabilità, dopo le crisi, produce gli anticorpi della inefficienza, rendendo più costosi i trasferimenti di risorse risparmiate agli investimenti. È opportuno contenere le oscillazioni del pendolo tra liberalizzazione e regolamentazione per mantenere, da un lato, un sufficiente grado di flessibilità di intervento e per evitare, dall'altro, gli estremi che, come ha dimostrato l'esperienza storica, hanno forti controindicazioni a danno sia del risparmio sia degli investimenti reali.

4. Gli effetti del risparmio sul sistema economico e sociale

L'identità contabile tra risparmio e investimenti non è sufficiente a stabilire il ruolo del risparmio nel processo di sviluppo economico di un paese né i nessi causali che legano le due grandezze. Come abbiamo già detto, il significato economico del risparmio e delle variabili ad esso collegate va valutato nell'ottica della loro interazione dinamica. Ne è prova la relazione che statisticamente si riscontra tra il tasso di sviluppo e il risparmio aggregato di un paese, secondo la quale la propensione al risparmio tende ad aumentare nei periodi ad alto tasso di sviluppo e a ridursi nei periodi di bassa crescita (Modigliani 1986). Non è però facile stabilire i nessi causali sottostanti. Secondo Schumpeter (1939) la formazione del R. non è la causa, ma è piuttosto il risultato dello sviluppo economico.

Il nodo cruciale della direzione causale passa attraverso gli investimenti. È importante stabilire di quali investimenti si tratta, in quale direzione vengono effettuati, con quali

finalità e con quali potenzialità di innovazione e consolidamento del sistema economico e sociale. Non tutti gli investimenti registrati contabilmente sono funzionali allo sviluppo.

Innanzitutto si deve distinguere tra investimenti fissi e investimenti in scorte. In ogni periodo il risparmio è sottrazione di domanda effettiva corrente, che soltanto gli investimenti riescono a compensare. Se la domanda effettiva non assorbe l'offerta di risorse prodotte, si registra un accumulo indesiderato di investimenti in scorte. Contabilmente l'uguaglianza ex-post tra risparmio e investimenti si realizza in ciascun periodo. Ma lo squilibrio sottostante (domanda < offerta globale) porta nei periodi successivi a ridurre la capacità produttiva e il reddito distribuito, come ha chiarito Keynes (1936). Nella misura in cui ciò avviene, il risparmio da virtù individuale diviene un vizio collettivo. Il circuito depressivo che si innesta porta a ridurre il tasso di sviluppo e anche lo stesso risparmio.

*È quanto è avvenuto come conseguenza della crisi depressiva che stiamo vivendo. I dati rivelano che la propensione media al risparmio delle famiglie in rapporto al reddito disponibile si è ridotta in Italia a partire dal 2007. La flessione si è accentuata dal 2010, quando per la prima volta la quota di risparmio familiare italiano è scesa al di sotto della media dei paesi dell'Euroarea. Riduzione della capacità di risparmiare che non si è verificata per i paesi che hanno risentito meno della crisi europea, in primis Germania e Francia.*⁴

Diverso è il caso in cui le risorse sottratte dal risparmio alla domanda effettiva vengono compensate da investimenti in capitale fisso che portano ad incrementare e innovare la capacità produttiva, con aumento della occupazione e dei redditi e, di conseguenza, del tasso di sviluppo e del risparmio.

In questa ottica dinamica, sono gli investimenti fissi o in scorte che determinano il risparmio, anziché il contrario.⁵ Nello stesso tempo, è evidente che, se un paese riduce per qualunque motivo la propensione al risparmio, il circuito virtuoso risparmio - investimenti - risparmio rallenta con conseguenze negative sul tasso di sviluppo.

L'analisi del ruolo del risparmio nel sistema economico e sociale non è completa se non si tiene conto delle interazioni possibili tra le varie componenti del risparmio e della domanda aggregata, esplicitata dall'equilibrio ex-post del mercato nazionale dei beni e servizi:

$$(2) \quad R_{PR} = I_{PR} + G - T + PC$$

dove le risorse reali sottratte al circuito del reddito corrente dal risparmio R_{PR} del settore privato (famiglie e imprese) trovano una controparte negli investimenti privati I_{PR} e nell'assorbimento netto di risorse da parte del settore pubblico $G - T$ (spesa pubblica G

⁴ Vedi la documentazione *Risparmio in cifre. Un breve repertorio di dati statistici*, a cura di Pietro Alessandrini e Marianna Astore.

⁵ La tesi che attribuisce priorità al nesso che va dagli investimenti al risparmio e che ritiene che la somma delle decisioni individuali di risparmio possa avere effetti macroeconomici anche negativi (nota come passaggio da virtù privata a vizio pubblico) ha una lunga tradizione che va da Malthus a Shumpeter a Keynes.

meno gettito fiscale complessivo T) e dell'estero ($PC = \text{esportazioni} - \text{importazioni di beni e servizi, inclusi i redditi dei fattori produttivi}$). Il settore privato tende ad essere un macro operatore in surplus ($R_{PR} > I_{PR}$)⁶, che cede le risorse disponibili non investite agli altri due macro operatori, soprattutto alla pubblica amministrazione ed eventualmente anche al resto del mondo, quando è in deficit, ossia se il nostro paese è in surplus nel saldo delle partite correnti PC . La eventuale carenza di domanda effettiva privata viene colmata dalla domanda netta pubblica ed estera.

A questo punto il problema che ci siamo posti della promozione e della tutela del risparmio si estende ai rapporti con il risparmio pubblico e il risparmio internazionale.

4.1 Il risparmio pubblico

Il risparmio pubblico è il risultato della sottrazione di reddito al settore privato, tramite il gettito fiscale corrente, che non viene utilizzato per finanziare i consumi pubblici. La sua finalizzazione sono gli investimenti pubblici. La presenza attiva nell'economia della politica fiscale crea rapporti di interdipendenza tra risparmio pubblico e privato, da un lato, e tra investimenti pubblici e privati, dall'altro.

La pubblica amministrazione ha la capacità di attuare un'azione fiscale redistributiva a favore del risparmio privato. Dipende dagli effetti netti tra la propensione al risparmio delle categorie tassate, alle quali viene tolto reddito disponibile, la propensione al risparmio delle categorie beneficate dalla spesa pubblica, alle quali viene distribuito reddito disponibile.

Secondo l'analisi empirica, l'effetto sul risparmio è certamente maggiore se l'impatto fiscale espansivo va a vantaggio delle categorie che hanno una maggiore propensione media al risparmio. Ad esempio, più alle imprese che alle famiglie, più agli occupati indipendenti che ai dipendenti. Questa considerazione va però adattata ai valori di equità e di perequazione dei redditi che orientano le scelte politiche.⁷

Un'altra leva fiscale che ha impatto sulla formazione del risparmio riguarda la politica della sicurezza sociale. Una redistribuzione dei redditi a vantaggio dei pensionati ha due effetti contrastanti sul risparmio aggregato delle famiglie. Aumenta il risparmio degli anziani e si riduce il risparmio degli attivi, sia perché il loro reddito corrente è gravato dagli oneri sociali sia perché si sentono più tutelati per la vecchiaia, quindi sono portati a ridurre il risparmio volontario.

Il debito pubblico ha un ruolo importante nella formazione del risparmio privato. Il flusso di interessi pagati ai possessori di titoli pubblici aumenta il loro reddito disponibile e quindi la

⁶ Più precisamente, all'interno del settore privato le famiglie sono in surplus, con un eccedenza di risparmio sugli investimenti che supera il deficit delle imprese.

⁷ Vedi Fuà, *Lo Stato e il risparmio privato*, Piccola Biblioteca Einaudi, 1970, nel quale vengono analizzati i pro e contra delle possibili politiche fiscali per promuovere il risparmio, quali tassazione dei consumi, tassazione del reddito, tassazione degli utili distribuiti, esenzione del reddito risparmiato, esenzione dei frutti del risparmio, risparmio obbligato, sgravi fiscali selettivi delle forme di impiego del risparmio.

loro possibilità di risparmiare. Nello stesso tempo, l'aumento del debito pubblico determina un aumento del costo del finanziamento che provoca un effetto di spiazzamento nei confronti degli investimenti privati. Inoltre, la presenza di titoli pubblici nei portafogli del settore privato può avere un effetto ambiguo sulla sua propensione al risparmio. Se chi possiede titoli pubblici li considera una componente della ricchezza finanziaria, come risulta dalla registrazione contabile, l'aumento del debito pubblico fa sentire i privati più ricchi. Quindi sono meno stimolati a risparmiare. Se i titoli pubblici sono considerati un debito della collettività che dovrà essere ripagato con maggiori tasse, che graveranno sulle generazioni future, prevale un atteggiamento lungimirante e altruistico che induce ad aumentare la propensione al risparmio (Barro 1974).

Infine c'è da considerare la situazione in cui il risparmio pubblico è negativo. Significa che la pubblica amministrazione può contare su un gettito fiscale che non è sufficiente a finanziare i consumi pubblici. Pertanto si deve indebitare sui mercati non solo per sostenere gli investimenti pubblici, ma anche per sostenere parte della spesa corrente.

I dati dal 1960 in poi rivelano che in Italia il risparmio pubblico è stato negativo a più riprese: nel biennio 1965-66, continuativamente dal 1971 al 1997, nel 2003 e nel triennio 2009-2011.⁸ Il primo biennio e l'ultimo triennio si giustificano in quanto periodi di crisi depressiva dell'economia, in cui entrano in gioco gli stabilizzatori fiscali pubblici, che comportano meno gettito fiscale e maggiori spese correnti per sussidi e sostegni vari all'economia. Quindi periodi brevi di risparmio pubblico negativo sono accettabili e rientrano nell'ottica della politica fiscale anticiclica. Ciò che preoccupa sono periodi prolungati, in cui il risparmio pubblico negativo assume un connotato strutturale, come è avvenuto nel periodo 1971-1997, con picchi sul PIL che hanno raggiunto il 7% nel 1975, il 7,5% nel 1985, fino al massimo dell'8% nel 1992. Anche in questo lungo intervallo di tempo ci sono stati anni di crisi. Due crisi inflazionistiche nel corso degli anni Settanta, con effetti che si sono estesi ai primi anni Ottanta, hanno indotto i governi a una prolungata politica fiscale espansiva con tassi di interesse nominali molto elevati. Valutati in termini reali debito pubblico, tassi di interesse e R pubblico negativo risultano fortemente ridimensionati. Ma ci sono stati effetti redistributivi notevoli, con forti effetti di spiazzamento dal settore privato al settore pubblico.

Il pericolo maggiore del risparmio pubblico negativo che diviene strutturale è il consolidamento dell' "abitudine" al consenso ottenuto con la spesa corrente, con la sostituzione delle scelte di consumo privato con scelte di consumi pubblici, con la crescita del debito pubblico anche senza investimenti, e con la rendita ottenuta dalla remunerazione dei titoli pubblici, considerati privi di rischio. Si è creato un circuito solo apparentemente virtuoso in cui lo Stato redistribuisce redditi, restituendo all'economia più di quanto sottratto con la tassazione. Per questa via favorisce anche il risparmio privato e il suo impiego in titoli pubblici. Lo compensa però con risparmio pubblico negativo, con il

⁸ Vedi la documentazione *Risparmio in cifre. Un breve repertorio di dati statistici*, a cura di Pietro Alessandrini e Marianna Astore.

risultato di ridurre il risparmio nazionale. Si riducono gli spazi per gli investimenti reali, per la crescita dell'economia, per la sostenibilità del debito pubblico.

Questa situazione nel lungo periodo insostenibile è apparsa evidente con l'adesione dell'Italia alla moneta unica europea. Ha richiesto l'oneroso processo di convergenza ai parametri di Maastricht. I tassi di inflazione e di interesse si sono ridotti ed è diventato prioritario il problema del rientro del debito pubblico. Problema acuito con la crisi, a fronte della quale la mancanza di spazi fiscali per rilanciare l'economia ha portato alla deflazione. Con questa grave situazione di crisi, non è sorprendente che nel triennio 2009-2011 il risparmio pubblico italiano sia tornato a registrare valori negativi. Quando però sarebbero serviti più investimenti pubblici e privati, i soli in grado di riportare l'economia fuori dalla crisi.

4.2 Il risparmio internazionale

L'apertura agli scambi reali e finanziari con l'estero ha una importanza cruciale nel processo di sviluppo economico di un paese, in termini sia di opportunità sia di vincoli e rischi, che si riflettono sulla formazione e sull'impiego del risparmio .

Innanzitutto, gli scambi internazionali consentono al paese di non vincolare all'equilibrio il risparmio e gli investimenti nazionali. Se il risparmio nazionale eccede gli investimenti interni, il paese è in surplus negli scambi reali con l'estero: $PC > 0$. Vale quanto descritto per ogni operatori in surplus. Dal punto di vista reale cede all'estero l'eccesso di risorse prodotte, risparmiate ma non investite all'interno. Dal punto di vista finanziario ottiene in cambio un incremento della ricchezza finanziaria netta, acquistando nuove attività finanziarie sull'estero e/o rimborsando le passività finanziarie nei confronti dell'estero. All'opposto se il paese investe più di quanto risparmia realizza un deficit $PC < 0$. Acquista risorse reali nette dall'estero in cambio di un peggioramento della ricchezza finanziaria netta, riducendo le attività finanziarie sull'estero e/o aumentando le passività finanziarie nei confronti dell'estero.

Entrambi gli squilibri in surplus e in deficit vanno analizzati a seconda delle diverse situazioni interne al paese e a seconda di che cosa si scambia con l'estero e con quale finalizzazione.

Un eccesso di risparmio nazionale sugli investimenti è sintomo di una carenza di domanda interna privata e pubblica. La possibilità di scaricare l'eccesso di offerta di prodotti sui mercati internazionali offre il vantaggio di sostenere il reddito nazionale e con esso l'occupazione e il risparmio. Se però la carenza di domanda deriva da un minore livello di investimenti privati e pubblici, l'equilibrio del reddito nel breve nasconde l'insidia di accumulare ritardi nell'ammodernamento tecnologico e organizzativo delle imprese, nelle infrastrutture e nei servizi pubblici. La situazione viene aggravata se la corrispondente acquisizione di nuova ricchezza finanziaria sull'estero corrisponde in prevalenza a scelte di tipo speculativo, di corto respiro, anziché a investimenti diretti o di partecipazione azionaria che sono un segnale positivo di maturità imprenditoriale nel processo di internazionalizzazione.

Un esempio storico tipico di questa situazione si è verificato in Italia nella seconda metà degli anni Sessanta. L'eccesso di risorse risparmiate cedute all'estero è stato il più elevato tra i maggiori paesi industrializzati.⁹ Il corrispondente surplus di partite correnti, da un lato, era un sintomo di capacità competitiva, ma dall'altro le esportazioni hanno compensato le carenze della domanda interna, dovute al ristagno degli investimenti privati, dopo la fine del "miracolo economico". Carezza che non è stata colmata da una maggiore domanda pubblica.¹⁰ I mercati internazionali sono stati sfruttati come fattore residuale di stabilizzazione congiunturale. Si è accumulata ricchezza finanziaria sull'estero al posto di nuovo capitale privato e pubblico, con gravi conseguenze di lungo periodo di minore innovazione della capacità produttiva e di rallentato sviluppo economico e sociale. Successivamente, la situazione interna e internazionale si è deteriorata (crisi energetica, inflazione, destabilizzazione dei tassi di cambio, conflittualità sindacale) e le opportunità di sviluppo non conflittuale in economia aperta non sono state ripetibili.

Se come abbiamo dimostrato un eccesso di risparmio nazionale, che dà luogo a un surplus delle partite correnti ($PC > 0$), non è di per sé un indicatore positivo, all'opposto un difetto di risparmio nazionale, al quale corrisponde un deficit di partite correnti ($PC < 0$), non va necessariamente valutato in termini negativi. A livello contabile, si registra la carenza di risorse prodotte rispetto alla domanda interna che viene colmata attingendo alle importazioni nette dal resto del mondo di prodotti, dal punto di vista reale, e di risparmio finanziario, dal punto di vista dei flussi di finanziamenti. L'afflusso di risparmio internazionale, in termini di risorse reali e finanziarie, contribuisce a sostenere il livello di equilibrio del reddito nel breve periodo. Ciò che più interessa è che, nel tempo, possa favorire lo sviluppo del paese attraverso l'importazione di conoscenze e beni strumentali e l'afflusso di investimenti diretti destinati ad ampliare la capacità produttiva interna.

La disponibilità di risparmio internazionale avvantaggia il paese in deficit solo se sono gli investimenti nazionali a fare da traino. Affinché ciò si realizzi occorre capacità imprenditoriale e progettualità privata e pubblica per creare le condizioni interne di sviluppo che mettano in grado il paese di remunerare e rimborsare i debiti esteri. Altrimenti la crescita dell'indebitamento netto sull'estero trasforma l'apertura ai mercati internazionali da opportunità a vincolo esterno che pone stringenti problemi di fiducia e di aggiustamento.

Le autorità di politica economica debbono creare le condizioni affinché l'afflusso di R internazionale sia favorevole allo sviluppo economico e alla formazione di risparmio interno necessario per rimborsare i prestiti. Vale a dire che anche il risparmio

⁹ Vedi Alessandrini e Vito Colonna (1973).

¹⁰ "il Programma economico nazionale prevedeva per il quinquennio 1966-1970 un moderato surplus negli scambi correnti con l'estero di complessivi 500 miliardi di lire (a prezzi 1963), corrispondenti ad una media di 100 miliardi l'anno. Nella realtà, nell'arco dei cinque anni l'eccedenza complessiva è stata di 7100 miliardi, ossia 14 volte superiore a quanto era stato considerato desiderabile. Contemporaneamente, l'Italia ha convertito in investimenti soltanto i 3/4 delle risorse risparmiate dagli operatori privati e solo in piccola parte questa carezza è stata compensata da un maggior assorbimento di risorse da parte dello Stato" Alessandrini (1983), pag. 81.

internazionale deve essere promosso e tutelato come complementare al risparmio nazionale, con politiche che consentano di dare di stabilità e redditività agli investimenti internazionali.

La mobilitazione dei movimenti del risparmio internazionale aumenta le opportunità di diversificazione della ricchezza finanziaria, sia nell'attivo sia nel passivo. In parallelo aumentano le informazioni necessarie per valutare e gestire i rischi che prevalentemente riguardano il rischio delle oscillazioni dei tassi di cambio e il rischio paese (instabilità politica, sostenibilità dei debiti pubblici).

L'adesione alla Unione Monetaria Europea ha favorito la redistribuzione della ricchezza finanziaria tra i paesi membri, grazie al beneficio della eliminazione del rischio di cambio. Non ha però annullato il rischio paese, anche per la mancanza di un governo fiscale sovranazionale in grado di redistribuire le risorse pubbliche tra paesi in surplus e paesi in deficit. In assenza di una unione fiscale, l'unione monetaria mette a nudo le diversità e penalizza i ritardi e le rigidità interne. Penalizza i paesi che hanno maggiori difficoltà a contenere il doppio deficit del bilancio pubblico e delle partite correnti. La situazione di paesi debitori, che hanno maggiore necessità di ricorrere all'afflusso di risparmio internazionale, li espone al vaglio fiduciario dei mercati che, quando viene meno, rende più stringente il vincolo esterno.

È quanto si è verificato nel 2010 in seguito alla crisi greca che ha trasmesso per contagio la sfiducia verso gli altri paesi debitori (Portogallo, Irlanda, Italia, Spagna), mettendo a repentaglio la stabilità dell'Euro. Gli afflussi di risparmio internazionale intra UME sono diventati deflussi e gli spread sui titoli pubblici decennali interni all'area sono lievitati. Pertanto la libera circolazione di risparmio internazionale da fonte di finanziamento degli squilibri e di allineamento dei tassi di interesse si è trasformata in catalizzatore del circolo vizioso che va dall'aumento dei tassi di interesse sul debito pubblico dei paesi deficitari, alla austerità fiscale più stringente, alla minore domanda interna, alla crisi delle imprese, all'aumento del credito deteriorato, alla crisi delle banche, con il risultato di una crisi deflattiva senza precedenti.¹¹

L'insegnamento che se ne trae è che all'interno dell'unione monetaria il risparmio internazionale deve diventare un bene pubblico comunitario, che va promosso e tutelato per renderlo funzionale alla diffusione della integrazione e dello sviluppo tra tutti i paesi membri.

Il cammino da percorrere è da tempo delineato. Passi avanti sono stati compiuti, soprattutto nell'ambito dell'unificazione dei mercati bancari e finanziari. Resta ancora molto da compiere nella direzione della unificazione fiscale e nella promozione dello sviluppo economico europeo su iniziativa di un governo federale sovranazionale.

¹¹ Vedi Alessandrini P., Fratianni M., Hughes Hallett A. and A. Presbitero (2014).

Opere citate

- Alessandrini P. (1983), *Note sull'apertura dell'economia italiana: dalla ricostruzione allo SME*, Rassegna Economica, 1, gennaio-febbraio, pp. 69-89.
- Alessandrini P., Vito Colonna O. (1973), *Integrazione finanziaria internazionale, formazione della ricchezza e struttura delle bilance dei pagamenti*, Contributi alla ricerca economica, Banca d'Italia, dicembre, pp. 7-55.
- Alessandrini P., Zazzaro A. (1997), *Risparmio*, in Enciclopedia delle Scienze Sociali, Istituto della Enciclopedia Italiana Treccani, volume VII, pp. 445-456.
- Alessandrini P., Fratianni M., Hughes Hallett A. and A. Presbitero (2014). *External imbalances and fiscal fragility in the euro area*, Open Economies Review 25:3-34.
- Barro R., J. (1974), *Are government bonds net wealth?*, Journal of political economy, 6, pp.1095-1117.
- Becker G.S. (1974), *A theory of social interactions*, Journal of political economy, 6, pp. 1063-1093.
- Fuà G., *Lo Stato e il risparmio privato*, Piccola Biblioteca Einaudi, 1970.
- Keynes J.M. (1936), *The general theory of employment, interest and money*, London.
- Modigliani F. (1986), *Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations*, American Economic Review, 3, pp. 297-313.
- Modigliani F., Brumberg R. (1954), *Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data*, in Kurihara, K.K. (editor), *Post-Keynesians economics*, New Brunswick, New Jersey.
- Schumpeter, J.A. (1939), *Business cycles. A theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process*, New York.