

FEDERAL RESERVE BANK OF DALLAS

Conferenza
Il ruolo del risparmio nella crescita economica

I FATTORI CHE DETERMINANO IL RISPARMIO

Houston, 18 marzo 1994

1. L'argomento di questa conferenza, "i fattori che determinano il risparmio", è al tempo stesso importante e complesso. L'importanza deriva chiaramente dal ruolo che il risparmio può svolgere nell'elevare il tenore di vita delle nostre società. La complessità riguarda una serie di punti di ordine generale che ritengo debbano essere tenuti ben presenti, soprattutto per evitare di trarre conclusioni troppo semplici, se non addirittura semplicistiche, riguardo alle politiche economiche.

2. Il primo punto è che, di per sé, un elevato tasso di risparmio non è sufficiente ad assicurare un tenore di vita elevato e crescente. Non meno importanti sono:

a) l'efficienza con cui i fondi vengono incanalati verso gli utilizzi più produttivi (ciò dipende principalmente, ma non unicamente, dalla struttura del sistema finanziario);

b) la capacità delle imprese, del lavoro e della pubblica amministrazione di adattarsi al mutare delle circostanze e all'innovazione tecnologica.

Il confronto più significativo a tale riguardo è quello tra gli Stati Uniti e le ex economie pianificate. Gli Stati Uniti hanno elevato continuamente il loro tenore di vita, anche se a un ritmo inferiore rispetto al passato, nonostante un basso tasso di risparmio; per contro, le ex economie pianificate hanno ottenuto risultati poco soddisfacenti, nonostante tassi di risparmio molto elevati. Tuttavia, l'analisi di paesi con strutture economiche simili dimostra che quelli con più alti tassi di

risparmio tendono ad avere una crescita più rapida.

3. Il secondo punto che vorrei sottolineare è che, entro certi limiti, le determinanti del risparmio e dell'investimento sono simili. Tipicamente, un ambiente economico che incoraggia l'investimento genera anche elevati tassi di risparmio. Compito principale della politica economica è quindi quello di contribuire a generare siffatto ambiente. Fondamentalmente, ciò significa realizzare insieme stabilità e flessibilità: stabilità a livello macroeconomico - bassa inflazione, disavanzi di bilancio contenuti, condizioni finanziarie sane, politiche stabili e prevedibili - e flessibilità a livello microeconomico.

4. Il punto fondamentale è che la politica economica ha più probabilità di stimolare il risparmio perseguendo questi obiettivi di ordine generale anziché fornendo incentivi specifici ai risparmiatori. Tali incentivi tendono a modificare l'allocazione del risparmio piuttosto che il suo livello aggregato; i loro meriti dovrebbero perciò essere giudicati in base a un criterio allocativo, e cioè in base alla loro tendenza a migliorare o a distorcere ulteriormente l'allocazione delle risorse.

5. Il terzo punto che vorrei sollevare attiene al grado di integrazione dei mercati del risparmio e dell'investimento. A tale proposito, malgrado la crescente mobilità e integrazione nei mercati dei capitali, i singoli paesi devono contare ancora

principalmente sul risparmio interno. Aggiungerei che non vedo alcuna contraddizione tra elevata mobilità dei capitali ed elevate correlazioni tra risparmio e investimento all'interno di ciascuna nazione. Le nazioni, come gli individui e i governi, sono soggette al vincolo di bilancio intertemporale. La loro posizione debitoria netta non può crescere senza limiti; disavanzi di parte corrente ampi e persistenti non sono quindi sostenibili. Il vincolo di bilancio aggregato di una nazione è importante e non può essere considerato come una semplice sommatoria dei vincoli di bilancio dei singoli operatori residenti. La ragione di ciò risiede nelle esternalità che chiaramente si generano fra individui, settori economici e regioni di una stessa nazione, soprattutto - anche se non solo - attraverso l'operare del sistema fiscale.

6. In Italia la relazione tra risparmio e investimento è stata molto stretta; non abbastanza, tuttavia, da impedire il persistere per oltre un decennio di disavanzi correnti, pur relativamente contenuti, che hanno dato luogo a un debito netto verso l'estero pari a circa l'11 per cento del PIL nel 1992. È stato questo uno dei fattori alla base delle crisi della lira nello SME nell'estate di quell'anno. Non credo la crisi sia imputabile a imperfezioni dei mercati o a scarsa mobilità dei capitali; al contrario, i mercati avevano finanziato l'Italia generosamente, ma si sono a un certo momento convinti che gli squilibri economici di fondo dell'Italia stavano diventando eccessivi. A mio parere, assisteremo certamente a un'integrazione

internazionale e a una mobilità dei capitali ancora maggiori, ma sarebbe illusorio e pericoloso credere che il capitale estero possa sostituire, piuttosto che integrare, il risparmio interno. Gli squilibri fra risparmio e investimento devono essere corretti mediante un aggiustamento reale, soprattutto nel campo della finanza pubblica. Il ricorso al finanziamento esterno non può non essere limitato nel tempo. Questo è naturalmente un insegnamento antico; ritengo che debba essere considerato ancora valido.

7. Desidero ora illustrare brevemente i principali risultati analitici di un progetto di ricerca sulle determinanti del risparmio privato in Italia condotto dalla Banca d'Italia negli ultimi anni.

8. Il risultato principale è simile a quello ottenuto per la maggior parte dei paesi industriali. Alcune delle variabili suggerite dal modello del ciclo vitale mostrano un'elevata correlazione con il risparmio, ma altri fattori sono importanti. In particolare, si riscontra in Italia un'elevata correlazione tra tasso di risparmio e tasso di crescita dell'economia. Sebbene permangano dubbi circa la direzione della causalità - dalla crescita al risparmio o dal risparmio alla crescita - gli studi della Banca d'Italia suggeriscono che il rallentamento della crescita abbia contribuito sostanzialmente al ribasso del tasso di risparmio; questo fattore sembra spiegare circa i due terzi della riduzione nel tasso di risparmio del settore privato italiano negli ultimi tre decenni. Essa è stata di circa 6 punti

percentuali, valutando il tasso di risparmio al netto degli ammortamenti e degli effetti dell'inflazione.

9. L'interpretazione di questo risultato in termini del modello del ciclo vitale non è scontata, alla luce dell'evidenza circa il profilo dei redditi e dei tassi di risparmio individuali. In particolare, non vi è evidenza di risparmio negativo fra gli anziani; al contrario, la quota di reddito disponibile risparmiata dalle famiglie italiane il cui capofamiglia ha più di 65 anni è soltanto leggermente inferiore a quella delle famiglie con capofamiglia in età compresa tra i 51 e i 64 anni. Per questo stesso motivo, l'invecchiamento della popolazione in Italia negli ultimi tre decenni - fenomeno comune alla maggior parte degli altri paesi industriali - non sembra essere stato una causa determinante del declino nel tasso di risparmio del settore privato.

Tutto ciò suggerisce che altri fattori, non compresi nella versione standard del modello del ciclo vitale, hanno teso ad abbassare il tasso di risparmio privato, indipendentemente o interagendo con il calo del tasso di crescita dell'economia.

10. I più importanti di questi fattori sembrano essere la crescita della spesa previdenziale e la liberalizzazione finanziaria. Nell'insieme dell'area OCSE, la quota dei trasferimenti previdenziali sul PIL è più che raddoppiata tra il 1960 e il 1990, salendo dal 7 al 15 per cento circa; l'aumento è molto più consistente di quello che la crescita della quota di

anziani sulla popolazione possa giustificare. L'effetto-ricchezza positivo prodotto sugli anziani da ciascun aumento delle prestazioni ha teso ad abbassare il tasso di risparmio. In Italia, i trasferimenti per pensioni sono aumentati all'incirca di tre volte tra il 1951 e il 1990. Si ritiene che questo fenomeno spieghi circa un terzo della diminuzione del tasso di risparmio privato nel periodo.

11. Per quanto concerne la liberalizzazione finanziaria, vorrei ricordare che le passività totali delle famiglie nei paesi del Gruppo dei Sette sono aumentate rapidamente in relazione al reddito disponibile, passando dal 55 per cento nel 1980 al 75 per cento nel 1991. L'accesso delle famiglie al credito al consumo e immobiliare è divenuto più facile, inducendo i consumatori ad aumentare gli acquisti di immobili e a elevare i consumi correnti. L'effetto sul tasso di risparmio è stato notevole, soprattutto laddove i consumatori erano soggetti a vincoli di liquidità stringenti prima della liberalizzazione finanziaria. In Italia, dove il mercato del credito al consumo è ancora poco sviluppato, nonostante la crescita sostanziale di questi ultimi anni, circa il 20 per cento dei consumatori pare ottenga minor credito di quanto desideri. Si valuta che l'eliminazione di questi vincoli abbasserebbe il tasso di risparmio delle famiglie di circa 2,5 punti percentuali. Nel Regno Unito, si verificò un boom del consumo tra il 1984 e il 1988, in coincidenza con la liberalizzazione finanziaria, e il tasso di risparmio netto delle famiglie diminuì di oltre 6 punti percentuali. Analogamente,

mercati altamente sviluppati per il credito al consumo e immobiliare possono aver contribuito a deprimere il tasso di risparmio in Finlandia, Norvegia e Svezia; esso divenne negativo in Norvegia e Svezia nella seconda metà degli anni ottanta.

12. Lo studio della Banca d'Italia ha esaminato il ruolo di altri fattori, quali l'indebolimento del movente ereditario, come possibile conseguenza di più bassi tassi di fertilità, e il calo del risparmio precauzionale, possibile conseguenza del maggior grado di stabilità macroeconomica degli anni ottanta rispetto al decennio precedente. Al riguardo, mi limito a riferire che, stando all'evidenza, il loro ruolo non sembra essere stato molto importante.

13. Naturalmente, tutti i fattori che ho finora menzionato sono fattori *economici*, nel senso che operano attraverso le opportunità e gli incentivi economici degli operatori. Le decisioni relative al risparmio, tuttavia, sono anche influenzate da fattori psicologici e culturali, molto difficili da quantificare. La nozione di Keynes del rapporto fra reddito e consumo si basa su una "legge psicologica". Anche il fondamentale concetto di Bohm-Bawerk dell'impazienza è un concetto psicologico. Inoltre, è ben noto che l'etica e la religione lodano la virtù del risparmio: il Corano esorta i fedeli a non sprecare risorse mentre, molto prima della famosa favola di Esopo, il Vecchio Testamento elogiava la lungimiranza della formica nel risparmiare in previsione di tempi difficili.

14. Il ruolo di fattori storici e culturali nelle decisioni di risparmio fu sottolineato molti anni fa da Alfred Marshall, che notò nel suo "Principi di Economia" che "i risparmi maggiori sono fatti da coloro i quali, cresciuti fra le ristrettezze a compiere un lavoro aspro e duro, hanno conservato le loro abitudini semplici, nonostante il successo negli affari, e nutrono disprezzo per le spese di ostentazione, insieme con il desiderio che al tempo della loro morte, li si scopra più ricchi di quanto si pensasse che fossero". In base a queste considerazioni, è opinione comune che coloro che sono vissuti nel periodo della Grande Crisi o della Seconda Guerra Mondiale hanno sviluppato un senso di prudenza molto radicato che li ha portati a essere più frugali di coloro che non hanno vissuto i momenti difficili legati a quei tragici eventi. Conseguentemente, il calo del tasso di risparmio aggregato negli anni ottanta potrebbe essere dovuto all'allontanarsi del ricordo di quegli avvenimenti e al calo nella proporzione delle persone nate negli anni 1910 e 1920.

15. Più in generale, se le decisioni relative al risparmio sono influenzate in maniera significativa da abitudini e atteggiamenti psicologici, piuttosto che da un calcolo economico "razionale", un indebolimento delle norme e istituzioni sociali che tendono a rafforzare tali abitudini e atteggiamenti potrebbe ridurre la propensione al risparmio delle famiglie. Ad esempio, l'ampliamento dei programmi di assistenza sociale può aver

portato i singoli ad abbandonare le regole di un comportamento prudente nella convinzione che il settore pubblico possa offrire protezione comunque contro evenienza negativa. Anche l'evoluzione della struttura dei mercati può aver prodotto un simile effetto. Il più facile accesso al credito al consumo può aver spinto le famiglie, attratte dall'illusoria possibilità di consumare al di sopra dei propri mezzi, a infrangere la regola del vivere entro i limiti imposti dal proprio reddito.

16. Alla luce di tutto ciò, cosa possiamo aspettarci per il futuro?

In primo luogo, non credo che i tassi di risparmio privato possano risalire significativamente nei paesi industriali, nemmeno con un ritorno a una crescita più rapida. Il rapporto tra crescita e risparmio, che è stato così importante nel determinare il livello e l'andamento dei tassi di risparmio negli ultimi decenni, si è indebolito notevolmente negli anni ottanta, come effetto di fattori quali la liberalizzazione finanziaria, lo sviluppo dei mercati assicurativi e la previdenza sociale, unitamente a una ridotta propensione a lasciare eredità. E' probabile che la deregolamentazione finanziaria continui, che i mercati assicurativi si sviluppino ulteriormente e che il movente ereditario continui a essere indebolito dalla bassa fertilità; è quindi alquanto improbabile che un ritorno dei paesi dell'OCSE a più alti tassi di crescita possa invertire la tendenza al ribasso del tasso di risparmio privato nel lungo termine.

17. Ciò non significa che dovremmo assumere un atteggiamento passivo e accettare più bassi livelli di risparmio aggregato e di investimento. Al contrario, un'azione al riguardo è ancora più necessaria che in passato. Il contributo più importante al risparmio aggregato dovrebbe venire dal settore pubblico, attraverso il risanamento dei bilanci pubblici, soprattutto nei paesi con disavanzi elevati. Quanto al risparmio privato, ho già indicato che è poco probabile che incentivi specifici siano molto efficaci e ho sottolineato l'importanza di perseguire politiche macroeconomiche orientate alla stabilità. Concludendo, vorrei aggiungere tre considerazioni.

In primo luogo, riforme previdenziali che incoraggino il ricorso al settore privato potrebbe avere una certa influenza sui piani di risparmio delle famiglie. In secondo luogo, il più ampio accesso al credito al consumo è auspicabile, ma deve essere perseguito senza che le banche e le famiglie perdano di vista le basilari regole della prudenza. La mia terza e ultima considerazione è che una radicata consuetudine alla frugalità e l'educazione alla parsimonia sono fattori importanti della ricchezza di una nazione; il loro sviluppo può essere incoraggiato dai governi ma, perché ciò avvenga, è assolutamente indispensabile che i governi stessi siano in grado di dare l'esempio.