

DAGLI INVESTIMENTI AL RISPARMIO. IL RUOLO DEL TEMPO E DEL CREDITO

Conversazione con Marcello Messori a cura di Ester Fano*

Domanda: Esiste, della parola risparmio, un'accezione di senso comune: mancato consumo di redditi disponibili, per consumi differiti o per investimenti, in vista di vantaggiosi esiti futuri. Questa è una definizione minimale; sei d'accordo o pensi che vada aggiunto qualcosa?

Messori: Questa è la definizione standard che darebbe un economista tradizionale, soprattutto dopo che nella teoria economica è emersa una chiara definizione di reddito. L'economista direbbe, a livello elementare, che la differenza tra reddito disponibile e consumo è il risparmio; un risparmio che può poi avere vane destinazioni: può essere utilizzato o nel futuro come consumo oppure immediatamente per domandare beni capitali che serviranno ad aumentare la produzione ed il consumo futuri. Quindi, effettivamente, l'accezione di senso comune coincide con la definizione più semplice fornita dalla teoria economica tradizionale, almeno a partire dalle analisi di contabilità economica.

Domanda: Per gli storici e per i sociologi un capovolgimento di mentalità al riguardo si può registrare successivamente alla prima guerra mondiale. I comportamenti dei singoli sono stati infatti alterati dalle grandi inflazioni che, polverizzando i risparmi, hanno smentito certezze secolari sulle sue funzioni. Lo stabilirsi, poi, di una rete generalizzata di assicurazioni sociali e la crescita degli standard minimi di consumo individuale (durevole e non) - da perseguire indebitandosi - hanno ulteriormente modificato i comportamenti di risparmio. Questo capovolgimento di mentalità, qui riferito ai fenomeni che interessano storici e sociologi, vale anche per gli economisti?

Messori: Sì, anche se si tratta di una questione complicata. Le grandi trasformazioni del XX secolo hanno sicuramente inciso sui comportamenti di risparmio. Per valutarne le conseguenze sulla teoria economica, è certo utile prendere le mosse da Keynes. Se si tralasciano i suoi saggi che direttamente esaminano le conseguenze economiche e culturali della prima guerra mondiale, si può dire che la teoria keynesiana s'impone, prima, attraverso il *Trattato della moneta* pubblicato nel 1930 e, poi, con la *Teoria generale* pubblicata nel 1936.

Il problema è che, almeno nella mia interpretazione, il concetto (e la funzione) del risparmio che emerge dal *Trattato della moneta* è diverso da quello che emerge dalla *Teoria generale*. E, per di più, la concezione del risparmio del *Trattato della moneta* non appare per la prima volta in Keynes, ma si ricollega a un'impostazione che trae la propria origine dal Marx del secondo e del terzo libro del *Capitale* e che si sviluppa con il Wicksell di *Interesse monetario e prezzo dei beni* (1898) e - soprattutto - con Schumpeter (1912 e 1939) e con altri economisti tedeschi. È quindi necessario aprire due filoni di riflessione: il primo, più standard, riconduce la nuova concezione del risparmio alla *Teoria generale*; il secondo, forse più eterodosso, riflette sulle novità della concezione e del ruolo del risparmio nel *Trattato della moneta*. Si può provare a riflettere su questi due filoni,

vedendoli prima separatamente e poi mettendoli più direttamente a confronto.

Un economista keynesiano direbbe che la grande novità della *Teoria generale* consiste nel non riconoscere più al risparmio una funzione essenziale per le decisioni di investimento. Si è detto prima che la teoria economica tradizionale pensava al risparmio come premessa necessaria per poter investire; dunque esso era un comportamento virtuoso non solo dal punto di vista del singolo, ma anche da quello della collettività. Quando ad esempio - per spostarci con un drastico salto temporale alle recenti vicende dell'economia italiana - i ministri del governo Berlusconi affermavano che l'«azienda Italia» deve comportarsi come una «buona famiglia», essi ribadivano in modo grossolano un principio tratto dalla teoria economica tradizionale: se il buon amministratore di famiglia risparmia per poter acquistare beni durevoli (come l'acquisto di una casa), lo stesso comportamento virtuoso va perseguito a livello di sistema economico nazionale. Sotto questa affermazione si nasconde proprio l'idea che sia il risparmio la premessa necessaria per l'investimento.

La novità della *Teoria generale* di Keynes consiste nel rovesciare questo nesso di causalità: non sono più i risparmi a vincolare gli investimenti ma sono le decisioni di investimento che, attraverso gli effetti esercitati sul livello della domanda aggregata e sul livello del reddito, determinano i risparmi. Per chiarire meglio questo legame, si potrebbe ragionare così: chi decide gli investimenti sono gli imprenditori o - comunque - i gestori delle imprese. Per realizzare gli investimenti decisi, questi imprenditori devono utilizzare o risorse finanziarie proprie o indebitarsi sui mercati monetari e finanziari. Una volta che gli investimenti sono finanziati e realizzati come componenti della domanda, si ha un incremento della domanda complessiva e un conseguente aumento della produzione; quindi più occupazione, maggior reddito disponibile, maggiore consumo e maggiore risparmio. Il processo finisce allorché l'ammontare di risparmio, così creato, eguaglia proprio quel livello degli investimenti deciso e realizzato precedentemente dagli imprenditori. Si vede bene che non abbiamo più una decisione di risparmio che precede una decisione di investimento come condizione necessaria, ma abbiamo l'opposto: una decisione e una realizzazione di investimento che, potremmo dire, crea il proprio risparmio per un ammontare equivalente.

Domanda: Sembrerebbe di capire che l'investimento crea occupazione, e l'occupazione crea risparmio. Ma allora che vantaggi ha creare risparmio?

Messori: Accrescendo il reddito disponibile, la nuova occupazione per definizione aumenta il risparmio in una proporzione che sarà definita dalle scelte di consumo di chi ottiene questo reddito aggiuntivo. In effetti, non possiamo più parlare di una funzione positiva del risparmio: il risparmio è una conseguenza della creazione di reddito. Alcuni critici della *Teoria generale* accusano Keynes di trattare il risparmio come un fattore negativo anziché come quel fattore positivo che era tanto caro alla teoria tradizionale. Non credo che questa sia un'accusa legittima. È vero che Keynes non intitola il suo libro del 1936 *Teoria generale dell'occupazione e del risparmio* bensì *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*; ed è altrettanto vero che alcuni giovani seguaci di Keynes, e prima fra tutti J. Robinson, stigmatizzano il risparmio come un «vizio privato» da correggere con l'«intervento pubblico». Credo, tuttavia, che si possa semplicemente dire che in Keynes il risparmio perde una funzione positiva giacché più alta è la propensione al risparmio minore è l'effetto positivo dell'aumento degli investimenti

sull'aumento del reddito.

Questa posizione non è poi così asettica come potrebbe sembrare; anzi, ha chiare implicazioni politiche. Posto che si ritenga opportuno perseguire quel sostegno del reddito e dell'occupazione reso palesemente necessario dalla situazione di depressione degli anni trenta, nella *Teoria generale* la più alta propensione al risparmio dei ricchi è valutata negativamente e la più alta propensione al consumo dei poveri è valutata positivamente. Ciò non implica alcun giudizio morale riguardo al comportamento di risparmio dei singoli ma sottolinea gli effetti positivi che può avere sulla domanda aggregata una redistribuzione del reddito dai percettori di redditi elevati ai percettori di redditi bassi.

Domanda: *E invece il filone che fa riferimento al Trattato della moneta?*

Messori: Prima di affrontare quest'altro filone, è necessario riflettere su un problema che sembra molto astratto: è riuscito Keynes a provare in modo rigoroso il nuovo legame tra investimento e risparmio? Su questo punto vi è un forte dissenso anche fra gli economisti non ortodossi. La mia posizione, di cui mi sono venuto convincendo negli ultimi anni, è che lo schema della *Teoria generale* non sia in grado di provare questo risultato in modo rigoroso. Per poter fondare analiticamente il legame tra investimenti e risparmi è necessario che gli investimenti dipendano da variabili monetarie e che, ovviamente, queste variabili monetarie non possano essere influenzate né direttamente né indirettamente dai risparmi; infatti, se così non fosse, in luogo dei legami di causalità dagli aspetti monetari agli aspetti «reali» e dagli investimenti ai risparmi troveremmo una situazione in cui ogni variabile dipende da tutte le altre. E in effetti, come Keynes stesso riconosce nel capitolo 18 della *Teoria generale*, il suo ragionamento sfocia in una interdipendenza.

Domanda: *Interdipendenza tra investimenti e risparmi?*

Messori: Sì, interdipendenza tra investimenti e risparmi, anche se con qualche qualificazione che va subito fatta. Prima si diceva che, data la realizzazione di un certo livello degli investimenti, si determina un dato livello del reddito. Il problema è che la moneta non serve solo per finanziare gli investimenti ma serve anche per realizzare quella domanda di beni di consumo che dipende proprio dal livello del reddito determinato dagli investimenti. Abbiamo, quindi, che una parte della moneta viene messa in circolazione attraverso i mercati finanziari per finanziare gli investimenti e un'altra parte della moneta viene usata per realizzare i consumi. Ciò fa sì che i risparmi e i consumi, oltre a essere indirettamente determinati dagli investimenti (attraverso il reddito), vincolano l'investimento realizzato perché influenzano l'allocazione della moneta. Nella *Teoria generale* di Keynes tanto basta per generare un'interdipendenza tra investimenti e risparmi: la domanda e l'offerta (esogenamente data) di moneta determinano il tasso dell'interesse di equilibrio, che influisce sugli investimenti; a loro volta gli investimenti determinano, seppure indirettamente, la domanda di consumo che influisce su una delle componenti della domanda di moneta e quindi, indirettamente, su quel tasso dell'interesse che contribuisce a determinare gli investimenti. Ma consumo e risparmio sono due facce della stessa medaglia, cioè del reddito disponibile; quindi, anche se indirettamente, nella *Teoria*

generale di Keynes i risparmi influenzano il tasso dell'interesse e, per questa via, gli investimenti. Sia pure attraverso legami molto più complessi di quelli della teoria prekeynesiana, si ripristina così un nesso tradizionale risparmio-investimento che va associato al nesso investimenti-risparmi.

Questo è, secondo me, il limite della *Teoria generale*; limite che non ritroviamo nel filone che va da Wicksell al Keynes del *Trattato della moneta*.

Domanda: *Mi sembra che le cose fin qui dette sollevino due interrogativi: il primo riguarda, ovviamente, i problemi irrisolti nella definizione e nelle funzioni del risparmio; il secondo riguarda, invece, il dubbio che la critica al Keynes della Teoria generale possa coincidere con un ritorno degli economisti a un «mondo prekeynesiano».*

Messori: Riformulerei così i due interrogativi: il riferimento al filone Wicksell-Schumpeter-Keynes del *Trattato* fa fare passi avanti rispetto alla specificazione del nesso causale fra investimenti e risparmi che è lasciata irrisolta nel Keynes della *Teoria generale*?

Alcuni economisti keynesiani tendono a dare un'interessante risposta negativa a questa domanda. Essi sostengono che l'innegabile interdipendenza fra moneta, investimento, reddito e risparmio che è presente nello schema della *Teoria generale*, non vieta a Keynes di privilegiare alcuni nessi di causalità rispetto ai nessi che vanno in direzione opposta (le cosiddette retroazioni). Ciò implica che, essendo frutto di una scelta personale dell'autore, l'influenza degli investimenti sui risparmi (anziché viceversa) non richiede alcuna «prova» analitica aggiuntiva. Devo dire che una tale risposta non mi convince per varie ragioni. Qui mi limito a ricordare che Keynes scrisse la *Teoria generale* in una situazione in cui il corpo consolidato degli economisti riteneva che il nesso rilevante fosse quello che va dai risparmi agli investimenti, e non viceversa. E mi sembra metodologicamente molto debole, se non velleitario, un tentativo di battere l'opinione della maggioranza degli economisti mediante il ricorso a una scelta individuale di segno opposto. Ciò rimane vero anche oggi se, come nel caso di Keynes, il punto in discussione risulta fondamentale per la costruzione di una visione alternativa del funzionamento dell'economia. Ritengo che questa mia ragione di perplessità basti per rendere opportuna la verifica se non si possa trovare una via per fondare su basi analitiche più solide il nesso di causalità tra gli investimenti e il risparmio. La mia tesi è che Keynes avesse individuato tale via nel *Trattato della moneta* abbandonandola poi nel passaggio alla *Teoria generale*.

Qual è la differenza essenziale tra la *Teoria generale* e il *Trattato della moneta* che mi consente di fare una simile affermazione? Nel *Trattato della moneta* si fa riferimento ad almeno due ingredienti, che sono tipici tanto di Wicksell quanto di Schumpeter e che Keynes trascura nel libro successivo: 1. la creazione di mezzi di pagamento da parte del sistema bancario; 2. l'analisi del funzionamento dell'economia non in un «punto del tempo» ma in un intervallo temporale discreto ossia in una sequenza temporale. Sarebbe troppo lungo dimostrare che i punti 1 e 2 sono strettamente collegati. Qui mi basta affermare che questi due punti permettono di sottolineare che la spesa per l'acquisto degli input produttivi precede temporalmente il ricavo tratto dalla vendita degli output. Le imprese hanno, perciò, il problema ineludibile di finanziare la realizzazione delle produzioni decise mediante fonti diverse dai ricavi correnti. Oltre a possibili margini di

autofinanziamento, la principale fonte per questo è costituita dal credito bancario. I contratti di debito, che si stipulano fra banche e imprese in questa specifica sezione del mercato dei capitali, fissano la relativa struttura dei tassi dell'interesse e l'ammontare dei prestiti concessi.

Non ho qui la possibilità di specificare né i comportamenti, seguiti dalle banche nello stabilire le condizioni di quantità e di prezzo dell'offerta di credito, né le determinanti della funzione di domanda di credito. Basti notare che i tre autori richiamati elaborano, al riguardo, teorie diverse. In Wicksell (1898), se il sistema bancario opera in un sistema di «credito puro», esso fissa esogenamente un tasso dell'interesse a cui offre tutto l'ammontare di credito domandato. Il Keynes del *Trattato* è più attento a sottolineare i vincoli posti dalla banca centrale e dal coordinamento delle singole banche fra loro. L'autore, che offre l'analisi più completa, è però Schumpeter. Innanzitutto, egli esamina le scelte e i vincoli delle singole banche e non tratta il sistema bancario come un tutto; inoltre, egli inserisce nel quadro la banca centrale e, quindi, il rapporto fra moneta legale e moneta bancaria. La sua conclusione è che, nonostante i vincoli economici posti dalla concorrenza delle altre banche e dalla presenza della banca centrale, la singola banca è in grado di avere un'offerta di credito elastica anche se non illimitata. Ciò sta a significare che, nella concezione di Schumpeter (e non solo di Wicksell), il credito non è vincolato dall'ammontare dei depositi dei risparmiatori in quanto sono questi depositi a essere influenzati dai flussi di credito; e che, pur non essendo infinita, l'elasticità nell'offerta di credito non è riducibile alla successiva e tradizionale concezione del «moltiplicatore bancario».

Quanto detto ha conseguenze riguardo alla funzione del risparmio. Innanzitutto, mostra la determinazione *puramente monetaria* del tasso dell'interesse. A sua volta il tasso dell'interesse contribuisce, insieme a possibili vincoli di quantità nell'offerta di credito, a fissare il livello delle produzioni che possono essere avviate. Una volta che i processi di produzione sono completati, si ottiene il livello di reddito del sistema economico. Dati i comportamenti di consumo dei percettori di reddito, il livello del reddito fissa l'ammontare di risparmio. Il fatto che l'offerta di moneta sia una variabile da determinare all'interno del modello analitico, ossia cessa di essere un fattore esogeno per diventare un fattore endogeno, e il fatto che il processo economico sia un processo sequenziale, ossia che le decisioni e la realizzazione degli investimenti e della produzione avvengano nel tempo, provano dunque il carattere residuale del risparmio. Se l'introduzione di una moneta endogena e di una sequenza temporale sono i due ingredienti essenziali che stanno alla base della diversa concezione del risparmio tipica degli anni venti, resta da chiarire perché il Keynes della *Teoria generale* abbandoni quanto aveva esposto nel *Trattato della moneta*. Il punto può forse essere chiarito riferendosi al contenuto di alcuni scambi epistolari, intercorsi fra lo stesso Keynes e quei seguaci svedesi di Wicksell che aderivano a una concezione sequenziale del funzionamento dell'economia. In una lettera scritta appunto all'economista svedese B. Ohlin, Keynes giustifica il proprio abbandono dell'analisi sequenziale sostenendo che trattare un periodo temporale è difficile perché non si dispone di alcuna unità di misura precisa riguardo alla lunghezza del periodo. L'argomento di Keynes non è affatto irrilevante e segnala un problema effettivo. È inoltre ben noto che l'analisi monetaria sequenziale lascia irrisolti molti altri problemi analitici. Eppure mi sembra che i vantaggi, derivanti da questa rappresentazione del funzionamento dell'economia, siano ampiamente superiori alle difficoltà ancora non superate.

Domanda: *All'inizio del tuo ragionamento hai affermato che il riferimento al filone di Wicksell-Schumpeter-Keynes del Trattato avrebbe anche permesso di chiarire se oggi siamo ritornati o meno a un mondo prekeynesiano.*

Messori: Uno dei vantaggi dell'approccio monetario sequenziale, di cui ho appena parlato, consiste nell'ottenere alcuni risultati presenti anche nel Keynes della *Teoria generale* ma in un quadro analiticamente più robusto; inoltre, tale approccio reintroduce nei modelli economici aspetti che Keynes ha indebitamente trascurato. Pertanto, anche se Wicksell e Schumpeter scrivono i loro lavori fondamentali prima della *Teoria generale*, non direi che il richiamo alle loro teorie ci confini a un mondo prekeynesiano. Il fatto è che quando oggi si afferma che, in anni recenti, gli economisti sono ritornati a un mondo prekeynesiano, non ci si riferisce a un ritorno all'analisi sequenziale o alla teoria dell'offerta endogena di credito (che riguarda quote largamente minoritarie di economisti). Si ha invece in mente il forte legame che la cosiddetta «nuova macroeconomia classica» in voga negli Stati Uniti dieci-quindici anni fa (si pensi ai nomi di Lucas o di Sargent), ha instaurato con l'impostazione ortodossa prekeynesiana, ossia proprio con quelle teorie che individuano nel risparmio il presupposto necessario per la realizzazione degli investimenti.

Tuttavia, se l'idea del ritorno a un mondo prekeynesiano è legata al predominio della nuova macroeconomia classica, devo dire che sono molto ottimista. Penso, infatti, che negli anni più recenti tale predominio sia crollato e che, oggi, vi sia un fermento di ipotesi di lavoro e l'elaborazione di importanti spezzoni di teoria (mi riferisco a economisti quali: Akerlof, Stiglitz, Hart, Kreps, Greenwald, ecc.). Questo lavoro non è approdato a risultati organici; esso ha, però, raggiunto una maturità sufficiente per mettere in luce i limiti di Keynes e per incorporarne i risultati più interessanti. La mia tesi, ancora da sbizzare, è che un esito auspicabile e possibile sia l'ideale saldatura fra una parte di questi nuovi «pezzi» di teoria e i due ingredienti essenziali di Wicksell e Schumpeter: l'analisi sequenziale e la determinazione endogena dell'offerta di credito.

Per chiarire un po' le precedenti affermazioni, lasciatemi richiamare in due battute la parabola seguita dal dibattito economico negli ultimi trent'anni. Fin dalla fine degli anni trenta, le debolezze del Keynes della *Teoria generale* hanno dato spazio alla cosiddetta «sintesi neoclassica» di Hicks e Modigliani che ha offerto un'interpretazione abbastanza tradizionale del messaggio keynesiano. L'idea fondamentale della «sintesi neoclassica» è, infatti, che i principali risultati di Keynes (disoccupazione involontaria, importanza della moneta, fluttuazioni cicliche, ecc.) siano da imputarsi a rigidità quali la non flessibilità verso il basso dei salari reali. La «sintesi neoclassica» ha aggiunto che tali rigidità, pur se empiricamente rilevanti, non hanno una spiegazione analitica e vanno, quindi, trattate come dati esogeni. Ciò è diventato il «verbo» dell'ortodossia macroeconomica del secondo dopoguerra. Nella seconda metà degli anni sessanta, soprattutto negli Stati Uniti, si sono manifestati i primi segnali di insoddisfazione per un modello così fragile dal punto di vista teorico; e questi segnali si sono ben presto trasformati in ciò che gli economisti keynesiani hanno chiamato una controrivoluzione teorica. La maggioranza dei giovani economisti americani, prima rifacendosi ai lavori di Friedman - e quindi al monetarismo tradizionale - e poi ai lavori di Lucas - e quindi alla nuova macroeconomia classica -, ha spietatamente messo in luce i limiti dell'approccio keynesiano tradizionale. Tali limiti sono stati ricondotti a un aspetto cruciale: le conclusioni che Keynes e la «sintesi neoclassica» traggono riguardo al funzionamento del sistema economico nel suo complesso non sono spiegate in modo analiticamente

preciso, ossia non trovano fondamento nel comportamento individuale degli attori economici. Nel gergo degli economisti, ciò si è tradotto nella sentenza: la macroeconomia keynesiana non è microeconomicamente fondata.

Gli esponenti della nuova macroeconomia classica hanno mostrato che, appoggiandosi su una base microeconomica tradizionale (per intenderci, un affinamento del modello di equilibrio economico di Walras, quale quello proposto in un mondo alla Arrow-Debreu), i risultati macroeconomici di Keynes devono lasciare il campo a risultati tradizionali e quindi, fra le altre cose, a un ruolo del risparmio come presupposto essenziale dell'investimento e dello sviluppo economico. Questa nuova ortodossia è durata, però, lo spazio di un mattino. Fin dall'inizio degli anni settanta, ancora negli Stati Uniti, si è registrata una rapida evoluzione della ricerca microeconomica che è sfociata in un radicale allontanamento dal mondo alla Arrow-Debreu. Ciò ha permesso a un gruppo di economisti del Mit e di Harvard (Blanchard, Mankiw, ecc.), da un lato, e di Berkeley e Stanford (Akerlof, Stiglitz, Greenwald, Weiss), dall'altro, di raccogliere la sfida della nuova macroeconomia classica microfondando l'analisi macroeconomica ma mantenendo i risultati essenziali di Keynes.

Di solito questi economisti sono raggruppati sotto l'etichetta di nuovi economisti keynesiani. In realtà, come già lasciano intuire i precedenti riferimenti a economisti della costa est e della costa ovest degli Stati Uniti, questa etichetta comprende molti indirizzi diversi. Qui richiamerò solo uno di questi indirizzi, in quanto è quello che mi interessa di più e nell'ambito del quale sto - almeno in parte - lavorando. Si tratta del filone, alimentato soprattutto dai lavori di Stiglitz (e dei suoi associati: Greenwald, Weiss), che sottolinea un concetto che non è importante solo per la teoria economica ma che attraversa qualsiasi scienza sociale oggi: il fatto che gli attori sociali non dispongono di tutte le informazioni che sono rilevanti per le loro decisioni sui singoli mercati e per il funzionamento dell'intero sistema economico. Ciò significa non solo che gli attori economici hanno informazione incompleta, ma anche - e soprattutto - che taluni gruppi di essi possono instaurare rapporti di relativo potere mediante lo sfruttamento di rendite informative. Affrontando i diversi problemi economici mediante il riferimento ai gradi di informazione diversi tra operatori economici - quelle che gli economisti chiamano asimmetrie di informazione -, questo filone della nuova economia keynesiana fonda microeconomicamente i comportamenti individuali e ritrova, su una base analitica più robusta, i risultati keynesiani essenziali: in particolare, la disoccupazione e un ruolo del risparmio come conseguenza delle decisioni di investimento.

Come ho prima accennato, la ragione del mio interesse per il filone della nuova economia keynesiana, che si basa sulle asimmetrie informative, è forse eccentrica: penso che, se pure in modo poco consapevole, autori come Stiglitz si colleghino con quell'indirizzo di storia dell'analisi economica che va da Wicksell al *Trattato della moneta* di Keynes. L'introduzione delle asimmetrie di informazione porta a molti risultati keynesiani microeconomicamente fondati proprio perché si incentra sull'analisi delle imperfezioni nel mercato dei capitali, e in particolare del mercato del credito, e sul divario temporale fra l'acquisto degli input produttivi e la vendita degli output prodotti. I comportamenti delle banche vincolano lo svolgersi dei processi produttivi in quanto le imprese sono costrette a reperire un finanziamento nel mercato del credito. Quindi, ciò che ritrovo in questo filone della nuova economia keynesiana è proprio l'accento posto sulla endogeneità nell'offerta di mezzi di pagamento e sulla rappresentazione sequenziale del funzionamento del sistema economico. Forzando un po' l'interpretazione, si potrebbe dire che oggi economisti alla Stiglitz riprendono il discorso lasciato aperto dal Marx del secondo e del terzo libro del *Capitale* e,

poi, dai teorici monetari alla Wicksell, alla Schumpeter e al Keynes del *Trattato*.

Domanda: *Potresti chiarire le implicazioni dell'endogeneità dei mezzi di pagamento?*

Messori: Forse è meglio partire da un'analisi in negativo. Ciò che accomuna la teoria tradizionale prekeynesiana e il Keynes della *Teoria generale* è l'ipotesi che la quantità di moneta disponibile nel sistema economico sia un dato esogeno. Keynes nella *Teoria generale* ripete, soprattutto in note a margine, che si tratta di una mera semplificazione. In realtà, almeno a mio giudizio, è analiticamente necessario assumere una moneta esogena per lo sviluppo teorico della *Teoria generale*. Questo non significa che Keynes riduca l'offerta di moneta a un dato: la quantità di moneta può variare ma varia per ragioni che il modello non è in grado di spiegare. Viceversa, il punto forte di Wicksell, di Schumpeter e dello stesso Keynes del *Trattato della moneta* è di spiegare come si determini la quantità di moneta che viene immessa nel sistema. Al riguardo, questi autori fanno riferimento all'offerta di mezzi di pagamento da parte del sistema bancario. Ciò pone il problema di dar conto di come si comporti il sistema bancario. Questa è una delle ragioni che, indipendentemente dalla scelta fra individualismo e collettivismo, mi portano a dare molto peso al problema delle microfondazioni: se vogliamo veramente endogeneizzare la moneta, dobbiamo spiegare come si comportano le singole banche all'atto dell'offerta di credito. In proposito né Wicksell, né Schumpeter, né il Keynes del *Trattato* offrono un'analisi soddisfacente. Come ho già ricordato prima, chi elabora le considerazioni più articolate è comunque Schumpeter. L'analisi di Schumpeter è però precisata e approfondita dall'indirizzo della nuova economia keynesiana basato sulle asimmetrie di informazione. Autori come Stiglitz e Weiss concentrano molta della loro attenzione proprio sulla determinazione del contratto di debito, ossia sui termini a cui avviene l'offerta di finanziamento, e sull'offerta di mezzi di pagamento da parte delle banche. Va notato che questa modalità di immissione della moneta nel sistema economico ha conseguenze rilevantissime sul risparmio perché, come dicevo prima, è proprio il modo attraverso il quale si può tornare a concepire il risparmio in funzione del livello di attività e del volume di investimenti.

Domanda: *Nel segnalare i limiti della Teoria generale, hai accennato più volte al fatto che l'analisi di Keynes non è sequenziale. Questo limite spiega anche l'insufficiente attenzione che Keynes dedica al problema dello sviluppo e delle innovazioni tecniche?*

Messori: Innanzitutto, vorrei precisare la mia tesi. Il ruolo centrale, che è attribuito nella *Teoria generale* alle aspettative, rappresenta un modo per dare importanza all'incertezza e, quindi, al futuro e alle variabili temporali. Tuttavia, nonostante i tentativi fatti da Keynes e dai suoi seguaci per fondare le aspettative su una «convenzione» fra gli attori economici, la formazione delle aspettative e le loro variazioni sono basate su assunti ad hoc. Quindi, dal punto di vista analitico, lo schema della *Teoria generale* sfocia nella determinazione dell'equilibrio in un punto del tempo. In tale prospettiva bisogna riconoscere che la reinterpretazione della «sintesi neoclassica» di Hicks e Modigliani, pur alterando aspetti specifici della teoria di Keynes, non ne tradisce il significato di fondo.

È importante notare, come del resto suggerisce la stessa domanda, che un'analisi di equilibrio in un punto del tempo può difficilmente dar conto del cambiamento tecnico e dello sviluppo economico. Nella *Teoria generale*, non si esaminano né le determinanti né le conseguenze di cambiamenti nella funzione di produzione delle imprese; e, quando il discorso si sposta su problemi di lungo termine, l'analisi diventa molto superficiale o non si distacca dai concetti ortodossi. Facendo queste affermazioni, non dico del resto nulla di nuovo e di scandaloso. Nella sua recensione della *Teoria generale*, Schumpeter accusa appunto Keynes di aver ragionato come se il sistema economico fosse incapace di introdurre cambiamenti di processo o di prodotto. Il che, visto nella prospettiva schumpeteriana, rappresenta una critica quanto mai aspra.

Non vorrei, però, soffermarmi più di tanto sul problema del cambiamento tecnico in un'analisi sequenziale. Si tratta infatti, di una questione difficile che non trova alcuna trattazione soddisfacente neppure nei vari filoni della nuova economia keynesiana e che richiederebbe invece di aprire l'importante capitolo dell'impostazione neoaustriaca di Hicks e dei suoi più recenti sviluppi. Basti qui aggiungere che, per quanto riguarda il problema del risparmio e del finanziamento della produzione, l'introduzione di processi innovativi complica l'analisi della domanda e dell'offerta di credito senza però modificare nella sostanza quanto abbiamo prima detto. Questo è, del resto, evidente se si tiene conto che il mio ragionamento si è soprattutto basato sull'impostazione di Schumpeter, che esamina appunto il finanziamento delle produzioni innovative.

Domanda: A questo punto vorrei introdurre un problema di attualità: il problema del debito pubblico. L'idea del profano è che il disavanzo pubblico sia il risultato delle politiche economiche keynesiane. E se questo è vero, perché ciò che appariva a Keynes come uno strumento di politica economica è diventato oggi uno dei più gravi problemi dell'economia italiana?

Messori: Dobbiamo essere molto cauti nell'attribuire a Keynes e al keynesismo una tesi favorevole al disavanzo pubblico e, a maggior ragione, al debito pubblico; dove la distinzione è naturalmente che il disavanzo riguarda la differenza (flusso positivo) tra uscite ed entrate del bilancio pubblico che si determina in un certo arco di tempo, mentre lo stock di debito è l'accumularsi nel tempo di questi disavanzi. In molti articoli non strettamente scientifici, Keynes auspica una spesa pubblica in disavanzo per interventi anticiclici ma non una strutturale politica fiscale in disavanzo. Va inoltre ricordato che, da un paio di anni, in Italia vi è un problema di debito ma non di disavanzo: se calcolate al netto degli interessi pagati sui titoli del debito pubblico, le uscite sono ormai inferiori alle entrate. E riflettendo sul fatto che siamo da poco usciti da una delle peggiori recessioni del dopoguerra, ciò prova che negli ultimi anni la leva della spesa pubblica in Italia non ha neppure svolto funzioni anticicliche. Il punto non è, però, stabilire quale fosse la posizione di Keynes sul debito pubblico o quanto sia stata saggia o voluta la politica fiscale del governo Ciampi. Il punto è mostrare che le precedenti considerazioni sulla nuova economia keynesiana sono utili anche per capire dove stia il maggior problema posto dal debito pubblico italiano.

Se accettiamo l'idea che l'analisi macroeconomica deve essere microfondata, allora il problema del debito pubblico non può essere circoscritto ai suoi effetti macroeconomici sul livello di attività ma va soprattutto valutato per i suoi effetti in termini di redistribuzione del reddito. Ciò significa che il vero problema risiede nel fatto che i titoli del debito pubblico fruttano interessi troppo elevati, ossia che lo Stato paga rendite abnormi ai detentori di Bot, Cct, ecc. Con un po' di demagogia, potremmo dire

che oggi gli italiani pagano le tasse per avere meno servizi sotto forma di spesa pubblica e per corrispondere rendite a chi detiene titoli del debito pubblico. È chiaro che questo meccanismo privilegia alcuni operatori e ne penalizza altri, ossia attua una redistribuzione del reddito a favore dei piccoli e dei grandi *rentiers*. Il processo è così accentuato da incidere, secondo me, sulle stesse regole e abitudini sociali.

Per cercare di chiarire cosa intendo dire, lasciatemi usare un paradosso: la gente in Italia passa col semaforo rosso perché c'è il debito pubblico! Almeno a partire dalla fine degli anni settanta, molte delle famiglie italiane si sono abituate a percepire, seppure in misura molto diversa a seconda della ricchezza posseduta, un reddito svincolato dalle prestazioni di lavoro. Ciò ha corroso prima l'etica del lavoro, poi l'idea della remunerazione legata alla prestazione, e infine il principio del rispetto delle regole. Un ragionamento analogo può essere svolto per le imprese. Molte imprese hanno preferito impiegare i profitti accumulati non per autofinanziare innovazioni tecniche o ampliamenti della produzione ma per acquistare strumenti finanziari emessi dallo Stato che assicuravano una rendita alta e priva di rischi. Alcune imprese si sono addirittura indebitate per acquistare titoli del debito pubblico e lucrare sul differenziale positivo fra interessi percepiti su tali titoli e interessi pagati su tali debiti. In genere, ci si è abituati a vivere al di sopra delle proprie prestazioni. Al miei occhi il passaggio da questa situazione al non rispetto delle regole più elementari di convivenza civile è molto breve.

Posta in questi termini, la mia tesi è molto banale. Se volessimo dotarla di una veste analitica più rispettabile, dovremmo correlarla al problema della microfondazione della macroeconomia. Le mediazioni da fare a questo proposito sarebbero, però, moltissime.

Domanda: Se guardiamo a quello che sta succedendo oggi in Italia, emerge un conflitto tra due forme di risparmio. Da un lato, il risparmio rappresentato dalle pensioni; dall'altro, il risparmio che viene impiegato nei titoli del debito pubblico. L'impressione che si ha è che si faccia strame di un certo risparmio, cioè il risparmio pensionistico, e si consideri intoccabile il risparmio impiegato nei titoli del debito pubblico. Ci sono ragioni tecniche insuperabili, per cui il risparmio impiegato nel debito pubblico, e quindi la conseguente rendita, è qualcosa di intoccabile mentre il risparmio, sotto forma di retribuzione differita, è tagliabile a piacimento? Oppure l'apparente durezza delle ragioni tecniche nasconde opzioni di altra natura?

Messori: Chiariamo innanzitutto alcuni problemi di definizione. Non possiamo dire che chi deve cedere una quota del suo reddito a fini pensionistici effettua un risparmio; bisogna dire che subisce un prelievo. Un prelievo non è un atto volontario, mentre solitamente si parla di risparmio come di un atto volontario o comunque come di un atto solo indirettamente imputabile a una decisione di altri. A quest'ultimo proposito, basti pensare al cosiddetto «risparmio forzato» che si determina a causa dell'aumento nei prezzi dei beni di consumo. Anche in questo caso non c'è un prelievo diretto. Pertanto, quando tale prelievo c'è, non si può parlare di risparmio. Tali considerazioni valgono a maggior ragione nell'attuale sistema pensionistico italiano, che è un sistema «a ripartizione» e non «a capitalizzazione»: il prelievo, effettuato oggi, non serve ad assicurare una pensione domani ma serve ad assicurare una pensione a coloro che maturano oggi i diritti all'età pensionabile e hanno subito il prelievo negli anni passati.

Fatti questi chiarimenti, resta l'interrogativo politico cruciale. Di solito, si sostiene che il risparmio ha il ruolo insostituibile di finanziare il debito pubblico mediante l'acquisto dei relativi titoli. Negli ultimi anni (anche se non negli ultimi mesi) una quota sempre più consistente dei titoli del debito pubblico italiano è stata sottoscritta da operatori esteri; resta però vero che si è trattato di una quota modesta. Pertanto una delle ragioni, per cui il debito è potuto crescere in modo così rapido senza creare grossissimi problemi di finanziamento, deriva proprio dal fatto che in Italia c'è da tempo un'alta propensione al risparmio. Dobbiamo concluderne che il risparmio recupera quella funzione positiva che abbiamo finora voluto negargli nel mondo astratto della teoria? Prima di rispondere affermativamente a tale interrogativo, vorrei complicare un poco l'analisi. Non voglio negare che l'alta propensione italiana al risparmio abbia agevolato il finanziamento del debito pubblico; penso però che sia altrettanto vero che il persistere dell'alta propensione italiana al risparmio dipenda anche dall'elevato debito pubblico e, soprattutto, dagli alti tassi di interesse corrisposti dallo Stato sui relativi titoli. Almeno dalla fine degli anni settanta, i tassi di interesse sul debito pubblico italiano sono stati i più elevati tra quelli dei paesi industrializzati.

La questione cruciale è, quindi, la seguente: siamo certi che non sia possibile ridurre questi tassi senza creare problemi di finanziamento del debito? Il problema è delicato perché, per lo Stato italiano, si tratta di trovare la via per passare da un circolo vizioso a un circolo virtuoso. Finora il circolo vizioso, così apprezzato dai percettori di rendite, è stato il seguente: per spingere i risparmiatori a utilizzare la loro ricchezza monetaria sottoscrivendo i titoli del debito pubblico anziché altre attività finanziarie, lo Stato italiano ha pagato alti tassi di interesse; ciò ha creato consistenti flussi di rendita, che per una parte consistente si sono tradotti in risparmio; gli alti tassi di interesse sono stati anche decisivi nell'aumentare il debito pubblico italiano; dati i loro alti tassi di interesse e la loro scarsa rischiosità, i titoli del debito pubblico hanno attratto una fetta consistente del nuovo risparmio; si è così innescata una spirale che ha permesso il riprodursi e l'allargarsi del debito. Il circolo virtuoso dovrebbe essere il seguente: un abbassamento dei tassi di interesse sul debito pubblico diminuirebbe il disavanzo nel bilancio dello Stato e, in prospettiva, potrebbe stabilizzare il debito in relazione a un qualche indicatore di ricchezza del sistema economico italiano; ciò renderebbe progressivamente meno drammatica la necessità di trovare sottoscrittori dei titoli del debito pubblico; il che potrebbe consentire ulteriori diminuzioni nei tassi dell'interesse con effetti positivi sul disavanzo; e così via.

In un mercato così unificato come è il mercato dei capitali, è pensabile rendere operativo il circolo virtuoso? Il sentiero percorribile è molto stretto: un taglio troppo drastico nei tassi diminuirebbe il risparmio degli italiani e, soprattutto, diminuirebbe la quota di tale risparmio impiegata per l'acquisto dei titoli del debito pubblico; un taglio sensibile e unilaterale (cioè non frutto di un'analogia tendenza a livello internazionale) ma troppo moderato potrebbe accendere aspettative di successivi rialzamenti e creare, perciò, problemi di fiducia, temporanei ma consistenti. In ambedue i casi, potrebbero sorgere problemi di finanziamento per il debito pubblico con effetti drammatici di «crisi fiscale». Penso, quindi, che si sia ormai arrivati a un punto in cui è necessario il ricorso a interventi di politica economica abbastanza drastici. Intendiamoci: non ho in testa interventi straordinari e irrealistici del tipo di un consolidamento coattivo del debito. Ritengo però che, se non si ha la forza «politica» per convivere con un alto debito pubblico e si vuole attuare una credibile politica di rientro (ossia la stabilizzazione e, poi, la riduzione del debito in relazione a un qualche indicatore di ricchezza), occorra pensare a schemi di incentivo e di punizione per spingere i risparmiatori ad accettare un drastico taglio nei tassi dell'interesse sui titoli del debito

pubblico e un allungamento delle loro scadenze.

Non credo che valga la pena di insistere su questi delicati e difficili aspetti di politica economica, perché ci allontanerebbero dalla prospettiva con cui abbiamo trattato finora il tema del risparmio e potrebbero addirittura far insorgere problemi etici.

Domanda: Sugerirei, invece, di allargare il nostro orizzonte di riflessione anche se non necessariamente in direzione dei problemi etici e anche se non in diretta connessione con i problemi del debito pubblico. Nell'affrontare tali problemi, tu hai a un certo punto fatto riferimento alla «fiducia». La fiducia è una componente essenziale anche per favorire gli investimenti; e il risparmio è, insieme, una causa e un effetto di un clima di fiducia. Ciò ci porterebbe ad affermare che (per motivi psicologici e politici prima ancora che economici) il risparmio ha un ruolo positivo e importante per stimolare gli investimenti e per rendere possibile lo sviluppo. Come si armonizza tutto ciò con quanto si è detto prima sul ruolo del risparmio e del credito?

Messori: Il tema della fiducia sta penetrando anche nella teoria economica soprattutto grazie alla «teoria dei giochi» e all'apertura al neoinstituzionalismo di Simon e Kreps volta a spiegare il combinarsi di conflittualità e di cooperazione nell'ambito dell'istituzione impresa. Credo, quindi, che la tua domanda sollevi un problema molto interessante. Non credo, invece, che se ne debba forzatamente concludere che ciò ripristina una funzione positiva per il risparmio. Un economista keynesiano direbbe che la fiducia non incide sul risparmio in quanto tale, ma sulla forma in cui è detenuta la ricchezza (attività finanziarie di breve o di lungo termine, beni-rifugio, ecc.); e aggiungerebbe che è questa forma a incidere sulla realizzazione degli investimenti e sui processi di sviluppo. Da parte mia, ritengo che la fiducia sia un fenomeno pervasivo della vita economica che influisce su moltissime variabili. La sua interazione con il risparmio è, però, ambigua: se cresce la tua fiducia che il futuro sarà migliore dell'oggi, risparmi di più o di meno? E se oggi la collettività ha una minore propensione al risparmio, ciò lancia un segnale di fiducia (alti consumi e ottime prospettive di redditività futura per le imprese) o di sfiducia (balliamo sul Titanic prima che affondi)? Forse la risposta va subordinata all'intensità del fenomeno storico che assumiamo come riferimento. In ogni caso non è una risposta che possa essere netta. Per fare un esempio: non sarei in grado di spiegare l'alta propensione al risparmio degli italiani facendo riferimento ai legami fra risparmio e fiducia.

Domanda: La crescita delle forme di assicurazione sociale proprie dello Stato del benessere, dalle pensioni alla sanità pubblica, dovrebbero attenuare il bisogno di risparmiare della collettività perché attenuano l'esigenza di costruirsi garanzie individuali; a sua volta ciò dovrebbe avere un po' mutato la mentalità che insiste sulla virtuosità del risparmio considerato come la capacità di differire il consumo per ripararsi da un futuro incerto. È veramente così, oppure la propensione al risparmio si mantiene salda e con essa si mantiene saldo anche un certo tipo di mentalità e quindi di rapporto tra risparmio e struttura della famiglia? Che cosa pensano di questo gli economisti?

Messori: La prima cosa che penso è di essere del tutto incompetente per rispondere a una domanda così complicata. Mi limito, quindi, a dire qualcosa sulla prima parte relativa agli effetti dello Stato del benessere sulla propensione al risparmio. Almeno un riscontro empirico porterebbe a negare un legame inverso fra questi due termini. Negli Stati Uniti le garanzie offerte dal *welfare* sono tradizionalmente molto basse; ma, anziché essere alta, la propensione al risparmio è molto bassa. Credo che problemi di mentalità e questioni legate a tradizioni culturali giochino, al riguardo, un ruolo di grande rilievo. Non essendo però competente per affrontarle, vorrei soffermarmi su un altro aspetto forse meno rilevante ma non del tutto trascurabile: un aspetto contabile. Ho il sospetto che la contabilità americana registri una parte consistente di risparmio come consumo. Faccio qualche esempio: come chiamereste una polizza assicurativa che viene stipulata per garantirsi prestazioni sanitarie gratuite? Nei paesi europei queste prestazioni sono state tradizionalmente garantite, in modo più o meno efficiente ed efficace, dallo Stato; negli Stati Uniti è invece necessario sottoscrivere un contratto privato, che viene registrato come acquisto di servizi ma che, in una logica economica, assomiglia molto a un risparmio. Considerazioni analoghe possono essere fatte per quelle forme di assicurazione a capitalizzazione, stipulate all'atto della nascita di un figlio, per garantirgli l'iscrizione in un'università prestigiosa. Anche questo è un problema che nell'Europa continentale non si pone. Come lo chiamiamo? Dal punto di vista contabile, si tratta di nuovo dell'acquisto di un servizio; dal punto di vista economico, è assimilabile a un risparmio. Ho proposto questi esempi, facilmente moltiplicabili, perché temo che le comparazioni internazionali sulla propensione al risparmio mettano a confronto dati eterogenei. E ciò complica, anche per questo aspetto, un problema già così difficile qual è quello degli effetti del *welfare* sulla propensione al risparmio.

* Alla conversazione hanno partecipato anche Carla Pasquinelli e Stefano Petrucciani.