



La crisi e le zone opache della teoria economica

di Sergio Bruno

Il dibattito sulla crisi ruota intorno al riconoscimento che vi sono stati errori nell'estendere i principi di deregolamentazione ai mercati finanziari e all'ammissione, in momenti di crisi come quello attuale, di eccezionali interventi pubblici. Viene così mancato il bersaglio primario: l'esistenza di "zone opache", se non di lacune, nelle teorie macroeconomiche. Le opacità riguardano i modi della creazione di moneta, la circolazione della ricchezza non immediatamente connessa alla produzione (la cd. "paper economy"), i rapporti tra risparmio e tali fenomeni, il ruolo del tempo storico nei fenomeni produttivi e nelle loro dinamiche, i problemi di coordinamento che si pongono quando le società divengono più articolate e complesse. Portando chiarezza su questi temi è a mio avviso possibile comprendere le ragioni profonde della esagerata crescita di valore degli assetti di ricchezza improduttiva che ha innescato la crisi¹; un fenomeno, cioè, che fatica a "trovare accoglienza", in termini di modelling teorico, negli schemi tradizionali che, quando "macro-rappresentano" i sistemi economici, fanno riferimento ai soli investimenti produttivi e alla pretesa eguaglianza tra questi e i risparmi netti aggregati.

I modelli degli economisti, non importa se ortodossi o critici, condividono tutti una qualche responsabilità nel sopravvivere delle visioni che hanno condotto alla crisi, mentre i fattori che sviano i comportamenti delle nostre economie sono troppo importanti per escludere dal dibattito, o comunque per tenere su "altri piani", le comunità scientifiche e culturali "altre" da quella degli economisti. Le opacità riguardano soprattutto il paradigma neoclassico dominante. Tuttavia alcune di esse riguardano anche paradigmi alternativi, a partire da quello keynesiano, che hanno ispirato la maggior parte dei commenti

*L'autore è Professore ordinario di Economia pubblica a Statistica all'Università La Sapienza di Roma.

critici sulle questioni attinenti la crisi. Anche tali approcci, ricchi di riflessioni utili, hanno appena sfiorato gli elementi di complessità delle moderne società e i deficit analitici più sopra ricordati.

I suggerimenti da riprendere – sosterrò – vanno cercati al di fuori delle tradizioni più consolidate, in studiosi occasionalmente citati ma mai approfonditi in tempi recenti, quali Böhm Bawerk, Wicksell e la Scuola di Stoccolma, Hayek, Hicks, Robertson, Lerner, Rosenstein Rodan, Harrod, e, più di recente, Minsky, Tobin e Richardson, mentre il pensiero di tutti tali autori, insieme a quello di Keynes, va emendato dei limiti connessi alla eccessiva semplicità delle società che venivano rappresentate. Molti di questi grandi studiosi hanno tentato, riuscendovi solo in parte, di distaccarsi dal modello classico, che tuttavia narrava di una società troppo semplice e, soprattutto, in cui i fenomeni di creazione di moneta fiduciaria erano lungi dall’essere o rivestire un ruolo pervasivo.

Il grado di complessità dei modelli teorici è invece esponenzialmente correlato con il grado di scomposizione sociale che essi incorporano. La scomposizione sociale della rappresentazione classica era semplice: capitalisti, rentiers, lavoratori, baratto. Ma in seguito la società si è articolata sempre più, in corrispondenza dell’apparire di nuovi soggetti e, soprattutto, dell’emergere di nuovi spazi di discrezionalità per essi: le famiglie dei lavoratori possono risparmiare e sono libere di scegliere come impiegare i loro risparmi, i sistemi bancari e i governi possono creare moneta e le transazioni avvengono in sequenze mediate dalla moneta, emergono e si moltiplicano i soggetti di intermediazione, il ruolo delle borse si espande insieme al ruolo di chi specula sui valori, ecc. *Più numerosi ed autonomi sono i soggetti che prendono decisioni rilevanti, maggiori sono i problemi di coordinamento e maggiore è la possibilità e la probabilità di avere risultati multideterminati, sentieri dinamici non univoci.*

È di questa complessità e di questa relativa indeterminazione – dalla quale l’economia, nel suo tentare di emulare la fisica classica, ha preso quasi sempre le distanze – che intendo parlare. Lo farò costruendo un esempio relativamente semplice e sviluppando riflessioni intorno ad esso². Il nocciolo della mia tesi è semplice. Ricordato che, coerentemente con la letteratura di crescita, i risparmi delle famiglie possono essere trasferiti alle imprese produttive solo nei limiti degli investimenti di crescita, sosterrò sia probabile che, in molti Paesi avanzati e con qualche notevole eccezione, i risparmi monetari eccedano sistematicamente gli investimenti di crescita, che ciò sia connesso alle caratteristiche delle moderne economie monetarie, che l’eccedenza dei risparmi monetari, che può riguardare sia singoli Paesi che l’economia globale, trovi sbocchi nell’acquisto di patrimoni non direttamente connessi alla produzione presente o futura ma a quella passata (più le risorse della natura). Sosterrò poi che questo generi un’inflazione del valore di tali patrimoni, per definizione “improduttivi”, che i guadagni resi possibili da ciò possano spiazzare quelli produttivi, e finalmente che tutto ciò (che non può vedersi in model-

li statici) possa non solo avere conseguenze macroeconomiche importanti, ma incidere profondamente sulla giustizia distributiva, generando tensioni sociali alla lunga insostenibili.

Prima, tuttavia, esemplificherò, con riferimento alle vicende dell'Eurozona, lo stato confusionale in cui si trovano i policy maker, in particolare quelli europei, come probabile conseguenza dell'inadeguatezza dei modelli che li ispirano³.

QUALCHE FATTO ESEMPLIFICATIVO

Deve esservi qualche difetto peculiare in un Patto di stabilità che, tra il 2009 e il 2010, non riusciva ad essere rispettato da due terzi degli Stati membri. L'inquietudine non può che essere maggiore per l'area più ristretta della moneta unica, che costituisce il caso più vistoso al mondo di moneta unica non associata all'uso effettivo di un bilancio federale e nel quale le competenze sulle politiche di parte reale sono distribuite in modo relativamente confuso tra sfera di sovranità dei singoli Stati membri e Commissione europea. Se inseriamo nel quadro le politiche monetarie gestite, in totale autonomia, dalla Banca centrale europea (BCE), il quadro peggiora.

La BCE fissò fin dall'inizio il "primo pilastro" della sua politica monetaria nel valore del 4,5% quale tasso di aumento annuo della base monetaria allargata (M3), dichiarando che tale valore dipendeva da una previsione di crescita reale di circa il 2,5% e di una variazione dei prezzi al consumo contenuta intorno al 2%. Tali valori di riferimento sono restati costanti nel decennio successivo all'avvento della moneta unica, del tutto impermeabili, ma solo ufficialmente, a qualsiasi idea di flessibilità congiunturale. L'idea di un target fisso, ispirata dai modelli monetaristi, scommetteva sulla indipendenza tra fenomeni reali e moneta e sulla contestuale dipendenza dei fenomeni reali dal gioco della concorrenza⁴.

La BCE, per contro, si concedeva margini di discrezionalità sia usando flessibilmente la regola che stabilisce, forse per "eccesso di difesa" da pressioni politiche, il divieto per essa di sottoscrivere titoli del debito dei Paesi membri (art. 101 dello Statuto europeo)⁵ sia con la creazione del c.d. "secondo pilastro", il cui ruolo era quello di tenere conto, nel diagnosticare gli eventi e nel determinare le azioni contingenti, anche di un ampio ventaglio di altri indicatori di breve periodo⁶. Il primo pilastro era stato infatti scelto sulla base di evidenze sperimentali in base alle quali la massa monetaria ampia M3 poteva essere considerata come un buon predittore del tasso di inflazione 18 mesi più tardi, *purché depurato dalle oscillazioni "di breve periodo"*.

È servendosi di questo possibilismo diagnostico che la BCE spiegava l'eccesso nell'espansione di M3 rispetto al target del 4,5% che si verificò fin dai primi anni del 2000; esso non sarebbe stato preoccupante, secondo la BCE, poiché si sarebbe trattato di scostamenti di breve periodo, destinati a riassorbir-

si. Tuttavia l'eccesso perdurò per tutto il decennio, tanto che l'aumento medio supera oggi il 7%, mentre il tasso di inflazione (che avrebbe dovuto essere correlato ad M3) non si è discostato significativamente dal 2%⁷. È chiaro, allora, che il contenimento dell'inflazione non è coerente con il quadro diagnostico usato dalla BCE (in altri termini, la bassa inflazione non può essere considerata come realizzazione di un obiettivo da parte della BCE) e, soprattutto, che la pretesa della BCE di avere il controllo di M3 non regge alla prova dei fatti: le banche e le altre istituzioni finanziarie sono state infatti in grado di creare strumenti di liquidità indipendentemente dalle asserite intenzioni della Banca centrale, a tratti addirittura in controtendenza rispetto a taluni sforzi restrittivi della BCE. All'interrogativo su dove sia finito l'eccesso di liquidità corrisponde una straordinaria correlazione tra M3 e indici di borsa e dei valori immobiliari⁸.

Io sosterrò che la crescita dei valori della ricchezza improduttiva può essere un fenomeno endemico, non esaurito dalle bolle cicliche (che, anzi, contribuiscono a nascondere tale carattere endemico, più pericoloso ancora alla lunga distanza). Ovvio che le banche centrali considerino come pericolose le bolle; ma come hanno reagito? Sembrano essersi contentate di aprire un dibattito sul fatto che fosse meglio "scoraggiare morbidamente" il crescere della bolla ("leaning against the wind") ovvero non fare niente ed intervenire a "far pulizia" dopo il suo scoppio ("cleaning up after the bubble bursts"), concludendo di fatto a favore di quest'ultima alternativa. Si è visto ormai, tanto chiaramente quanto amaramente, quanto "efficiente" tale strategia fosse, tenuto conto dei retroeffetti della crisi finanziaria sull'economia reale e sui suoi riflessi sui bilanci pubblici. La qualcosa può forse spiegare come per quasi due anni la BCE (e il Fondo monetario su scala più ampia) siano stati relativamente zitti, salvo poi tornare a chiedere ed ottenere, più di recente a partire dal caso greco e con devastante intransigenza, austerità fiscale e "riforme strutturali".

Questo quadro solleva dubbi non tanto su ciò che la BCE fa, dice ed omette, ma sui modelli concettuali che ispirano le scelte europee. Il problema non sta tanto nell'individuare le responsabilità della BCE nell'alimentazione della bolla speculativa che ha condotto alla crisi (ed in questo senso, anzi, la BCE ha finito per comportarsi con maggiore saggezza di altre banche centrali, tra cui la FED americana), bensì nell'evidenziare come la sequenza degli eventi abbia trasceso la capacità della stessa di comprenderli e controllarli, senza tuttavia che si sia sentita l'esigenza di ammetterlo, ponendo tempestivamente in allarme i Governi; Governi che, a loro volta, non si può dire abbiano idee particolarmente chiare⁹.

LA CREAZIONE DELLA MONETA NEL TEMPO

Quanto esposto non testimonia solo lo stato confusionale delle politiche, ma anche – dicevo – quello dei modelli che le ispirano. Infatti l'elemento che

ha scatenato la crisi è la crescita, ex post considerata eccessiva, dei valori immobiliari e finanziari, in sostanza dei valori di ciò che ho definito in precedenza “ricchezza improduttiva”, cose che nel sistema “già esistono”. Tali valori patrimoniali, pur essendo oggetto di studio in analisi parziali, non vengono normalmente inclusi nei modelli macroeconomici. Nonostante ciò, la crescita di quei valori veniva riguardata da quasi tutti, negli ultimi anni, come fenomeno “buono e giusto”, reso gradito a politici, “mercati” e opinione pubblica da un’ossessiva diffusione mediatica. Essendo i mercati relativi a tali stock ciò che più assomiglia ai “mercati perfetti” che compaiono nei migliori sogni degli economisti ortodossi, è chiaro che la crescita degli indici di valore della ricchezza improduttiva sono imputabili ad un eccesso della frazione di essi domandata in qualsiasi intervallo temporale sulla frazione di essi che viene venduta.

Il fatto che la crescita di tali valori rifletta per lunghi periodi di tempo prospettive di crescita che vanno ben al di là di qualsiasi aspettativa seria di crescita dell’economia reale dovrebbe, tuttavia, sollevare seri dubbi sul funzionamento, in pratica, del principio che i valori capitali riflettano le prospettive di crescita dei guadagni della sola parte reale dell’economia. Al contempo, se gli indici monetari dei valori crescono, alla base non può che esservi il combustibile della moneta. Si tratta quindi, a ben vedere, di mera inflazione da domanda. Eppure, mentre l’inflazione che riguarda i flussi di prodotto reale è malvista, quella che riguarda la ricchezza è considerata una sorta di benedizione, anche quando questo secondo indice cresce al di sopra delle prospettive di crescita dei valori (quantità e prezzi) dei flussi. E, ancora, *un’offerta di moneta “eccessiva” viene considerata la causa dell’inflazione dei flussi, mentre si tende a tacere sugli stock improduttivi.*

Ciò conduce ad interrogarsi a fondo sulla questione della creazione di moneta e delle sue destinazioni in una economia moderna, rispetto alle quali si assiste ad una imbarazzante reticenza. Chi crea la moneta, con quali meccanismi, nelle mani di chi la moneta viene messa, per farci cosa? Per quanto riguarda la creazione di moneta, trascurando la “manna che cade dal cielo” e le “banconote lanciate dall’elicottero”, allegorie diffuse in una vecchia (ma non tanto) letteratura, le risposte più diffuse a quegli interrogativi sono: (a) le operazioni sul mercato aperto effettuate dalle banche centrali e (b) i deficit del bilancio pubblico.

La prima risposta è superficialmente convincente; quando la banca centrale compra titoli obbligazionari, per lo più pubblici, immette moneta. Vero. Ma come si spiega la presenza di tali titoli? Quando sono stati emessi, restando nello stesso ragionamento, non è forse stata “sottratta” moneta dal sistema? È chiaro che *occorre spiegare la crescita della liquidità, fatta di titoli e di moneta, nel tempo, quanto meno in una economia che cresce nel tempo.*

La seconda risposta è certamente corretta, ma attenzione! Stiamo parlando di un deficit pubblico a fronte del quale non si devono emettere tito-

li (che sottrarrebbero moneta), bensì di un deficit direttamente monetizzato dalle banche centrali: una partita di giro, cioè, tutta interna al soggetto pubblico, che, al contrario di quanto avviene con l'emissione di titoli pubblici collocati presso privati, non dovrebbe dar luogo al pagamento effettivo di interessi. Tale "deficit spending", "monetario", dovrebbe divenire allora la prassi comune, necessitata e accettata ovunque, se si ritiene che il sistema non possa crescere a prezzi monetari che diminuiscono. Ma allora che dire del "divorzio" voluto dalle banche centrali per forzare la sfera politica ad un contenimento dei disavanzi, costringendola in ogni caso ad emettere titoli in caso di disavanzo di bilancio; e che dire, ancora, delle raccomandazioni delle autorità di policy, nazionali e internazionali, di contenimento dei deficit¹⁰? E come non far notare la contraddizione tra queste guidelines e il fatto che le sole riflessioni in materia di crescita in una economia monetaria, quelle indotte dal modello di Tobin, consideravano il deficit spending come l'unico meccanismo di creazione della moneta?

In letteratura è stata indicata un'ulteriore fonte (c). Fin dalla fine dell'Ottocento Wicksell indicava il sistema creditizio come creatore di moneta¹¹. Il sistema bancario (non la singola banca), per Wicksell, è in grado di creare moneta su basi fiduciarie; lo farebbe per anticipare alle imprese le spese produttive che intendono fare nel periodo. La moneta, così creata ad inizio periodo, circolerebbe poi nel sistema trasformandosi in domanda monetaria di quanto è stato prodotto, consentendo alle imprese di restituire il debito fatto inizialmente, estinguendo in tal modo, a fine periodo, la moneta creata al suo inizio e "chiudendo" il circuito della moneta. Un discorso che ha pregi (come negare quanto esso emuli l'agire dei banchieri fin dai primi secoli del secondo millennio?) ed errori (il circuito non si chiude se non in casi limite, come evidenziato da Graziani, Messori ed altri), e sul quale tornerò.

L'EGUAGLIANZA RISPARMI INVESTIMENTI: È DAVVERO UNA INDEFETTIBILE REGOLA?

Gli economisti sono stati formati a pensare come indefettibile l'eguaglianza tra risparmi e investimenti ($S=I$) come condizione di equilibrio. Questa "verità", succhiata con il latte dei primi corsi di economia, deriva in origine dalla teoria "classica", nata per indagare il funzionamento delle prime economie capitalistiche. In quei mirabili, ma troppo semplici, costrutti teorici comparivano i lavoratori, che non potevano che consumare tutto il loro scarso reddito/grano, e i capitalisti, che decidevano quanto investire, e con ciò implicitamente quanto risparmiare; il grano risparmiato dai capitalisti, usato virtualmente come moneta pagata ai lavoratori per produrre grano e macchine, veniva dai lavoratori consumato (la deperibilità rendeva tale moneta "effimera").

Successivamente gli economisti neoclassici hanno trovato il modo di riprodurre la stessa eguaglianza in un contesto diverso, possibilmente con moneta, e in cui era ammesso che i lavoratori potessero risparmiare. L'hanno fatto ipotizzando che il risparmio offerto e quello domandato, comprensivo di prestiti interpersonali per consumo e di quanto serve per gli investimenti produttivi, venissero eguagliati dai movimenti del tasso di interesse. $S=I$ vale anche nel contesto keynesiano, in cui il risparmio è un residuo del consumo e, quindi mancata domanda (che Robertson chiamava, appunto, "lacking"). Se il risparmio è eccessivo si produce di meno, il reddito diviene minore, il risparmio diminuisce, recuperando l'eguaglianza.

Diviene così facile dare per scontato che quale che possa essere il risparmio monetario delle famiglie, esso venga assorbito dalle imprese senza potersi accumulare nel tempo, pur essendo la moneta, al contrario del grano dei classici, non deperibile. Se infatti, al di fuori di squilibri temporanei, il flusso di risparmio offerto viene assorbito dal flusso totale di risparmio che viene domandato per consumarlo o investirlo, non vi è spazio, almeno a livello sistematico, per l'accumularsi nel tempo di moneta/risparmio non utilizzati produttivamente¹². Con ciò si riproduce, in un quadro teorico che a suo modo ammette moneta, la situazione di baratto considerata dai classici, in cui il grano, che funge anche da moneta ma non può essere conservato a lungo, deve essere consumato. Il fatto che la moneta possa essere conservata viene così neutralizzato (di nuovo, Keynes a parte). Ogni forma di conservazione della liquidità osservabile, quale ad esempio i depositi bancari, sarebbero dunque una sorta di fatto frizionale, del tutto coerente con il modello che è la madre di tutti i modelli neoclassici, la rappresentazione walrasiana del funzionamento dell'economia, in cui il sistema ruota intorno ad un gigantesco baratto nel quale non possono, in equilibrio, restare "avanzi". I mercati devono essere "puliti" con l'eguaglianza tra tutte le domande e tutte le offerte¹³.

Vi sono per contro elementi di contraddizione, connessi alle teorie sulla crescita e all'analisi delle motivazioni al risparmio, che andrebbero presi in seria considerazione. Fare riferimento agli investimenti al di fuori di un contesto che veda il sistema economico come un sistema in movimento e possibilmente in crescita può infatti indurre importanti errori prospettici. Nel considerare l'eguaglianza tra risparmi monetari, in particolare delle famiglie, e investimenti come condizione di equilibrio in un contesto statico si fa riferimento agli investimenti lordi; in tal modo, infatti, si è sicuri che vi sia eguaglianza tra domanda e offerta sia di beni di consumo che di beni di investimento. In un contesto dinamico, invece, le teorie della crescita pongono in evidenza che occorre distinguere – all'interno dell'aggregato "investimenti" – la produzione di beni capitali (macchine, impianti, ecc.) che servono per ricostruire la capacità produttiva venuta meno nel periodo (investimenti sostitutivi) e quella che serve per farla crescere (investimenti di crescita). Solo la spe-

sa per finanziare questi ultimi *può* essere finanziata dai risparmi delle famiglie, attraverso il trasferimento dei loro risparmi alle imprese produttive, mentre la spesa per gli investimenti sostitutivi deve provenire dai ricavi correnti, grazie all'imputazione nel prezzo degli ammortamenti¹⁴. È infatti arduo ritenere che i risparmiatori (e le banche intermediarie) siano disponibili a trasferire *sistematicamente* i loro fondi ad imprese che, per il fatto di non riuscire a recuperare tutti i costi (di cui fanno parte anche i costi a suo tempo affrontati per disporre di capacità produttiva), si trovano in una situazione di potenziale declino o fallimento.

Da ciò consegue che, a tasso di crescita nullo, i risparmi monetari netti delle famiglie dovrebbero essere nulli anche essi. Onestamente, chi pensa che, se e quando l'economia ristagna, per questo le famiglie riducano il loro risparmio netto aggregato a zero? Più in generale il fabbisogno di risparmio per investimenti reali dipende dai parametri tecnologici, in particolare quelli di produttività, *ma anche dal tasso di crescita* (come è stato chiarito dalle consolidate teorie sulle proprietà di sistemi in crescita uniforme); è difficile pensare che i fattori che determinano il risparmio – che sembrano avere a che fare con motivi precauzionali e con la spinta ad accumulare ricchezza – siano capaci di adattarsi, più o meno istantaneamente, a variazioni dei parametri tecnologici e del tasso di crescita (il caso di crescita nulla funge solo da cartina di tornasole). Ciò che mi porta a concludere che esista la possibilità che investimenti e risparmi delle famiglie possano divergere *sistematicamente* e non solo, come pacificamente ammesso in letteratura, occasionalmente, in corrispondenza di eventi che portano il sistema fuori dall'equilibrio preesistente.

Robertson, in una serie di trascurati contributi a partire dal 1926, ha arato in modo interessante il caso di insufficienza dei risparmi intenzionali rispetto agli investimenti intenzionali, che si può presentare soprattutto in casi di espansione. Io stesso riprenderò più oltre questo tema, toccato anche dalla letteratura sul sottosviluppo, in una prospettiva dinamica. Meno coltivato a mia conoscenza è invece il caso, che ritengo più probabile nelle moderne economie sviluppate e che si servono abbondantemente di moneta "creata", di eccedenza dei risparmi monetari sugli investimenti di crescita. Il prosieguo di questo articolo sarà sostanzialmente dedicato ad approfondire le dinamiche connesse a tale possibilità. Prima di avventurarci su questa strada, tuttavia, è opportuno prendere in considerazione ulteriori e trascurati, connessi, fenomeni che caratterizzano le nostre economie.

Il primo di essi è che, nelle moderne società, *non conta il tasso di risparmio delle famiglie, bensì la propensione* che le famiglie o, per loro conto, gli intermediari bancari e finanziari hanno *a finanziare gli investimenti produttivi* delle imprese (diciamo, simbolicamente, "a sottoscrivere nuovi titoli da esse emesse per finanziare gli investimenti di crescita"). I risparmiatori sono infatti oggi liberi di scegliere come impiegare il loro risparmio. Da che nasce allora il ca-

rattere necessitato, ipotizzato dai modelli standard, della destinazione dei risparmi ad impieghi produttivi? A ben vedere esso nasce solo dal fatto che la teoria economica non ha mai preso in sistematica considerazione la possibilità che i risparmi monetari netti aggregati trovino impieghi alternativi ai soli investimenti produttivi e, al contempo, che ciò possa avere effetti rilevanti sul funzionamento del sistema complessivo. La ragione di ciò stava nel fatto che, a livello di analisi sistemiche, non veniva fatta emergere la possibilità che tali impieghi potessero essere redditizi.

Ritengo ciò derivi da un rilevante difetto prospettico. In una economia senza moneta creata, come quella considerata dai classici, una parte del surplus di grano può certo essere usata dai capitalisti per acquistare ricchezza improduttiva, ma ciò concreta una mera redistribuzione di tale ricchezza tra capitalisti o tra capitalisti e rentiers, senza che l'eventuale aumento del valore in grano delle proprietà improduttive abbia conseguenze sistemiche. In una rappresentazione con moneta creata, ma statica, non possono essere presi in considerazione fenomeni che hanno a che fare con la creazione addizionale di moneta nel corso del tempo. Ma noi abbiamo a che fare, oggi, con sistemi in cui non solo si crea moneta per finanziare la produzione (come ammesso da Wicksell ed altri) ma in cui, prescindendo dalla moneta che proviene dall'apparato pubblico, il sistema delle banche è in grado di creare ulteriore moneta per finanziare acquisti di stock di ricchezza improduttiva. In questa diversa prospettiva, tenuto conto di quanto osservato in precedenza sulla probabile eccedenza del risparmio monetario sugli investimenti di crescita e la conseguente accumulazione monetaria, *è sufficiente ammettere che tali risparmi vengano allocati nell'acquisto di ricchezza improduttiva per avere un tendenza endemica dei valori di tale ricchezza a crescere nel tempo. Il fenomeno sarebbe più vistoso ove tale domanda venisse rinforzata da moneta creata dal sistema bancario per cofinanziare i relativi acquisti. Sarebbero infine tali aumenti di valore a fornire il rendimento di tali impieghi, un rendimento che può essere o divenire per i singoli investitori, in certe circostanze, competitivo rispetto ad altri impieghi, inclusi gli stessi investimenti reali di crescita.*

Il secondo fenomeno da porre in evidenza riguarda la possibilità di autofinanziamento degli investimenti di crescita da parte delle imprese e le conseguenze di ciò sulla struttura dei prezzi relativi. Occorre prendere atto che, nelle realtà moderne, esistono molti casi in cui le imprese produttive autofinanziano gli investimenti di crescita. Addirittura la maggior parte degli Stati incentiva il reinvestimento degli utili, ancorché non mi risulti che le possibili conseguenze macroeconomiche di tali comportamenti siano state considerate dalla letteratura. *L'autofinanziamento può essere la via attraverso la quale un sistema di imprese con aspettative ottimistiche e che può contare sul prefinanziamento dei propri investimenti di crescita da parte del sistema delle banche può "forzare" i limiti eventualmente posti da una scarsa propensione dei risparmiatori a fi-*

nanziare gli investimenti di crescita. L'unico fattore che può impedire o limitare tale possibilità risiede nell'intensità della concorrenza.

IN UNA ECONOMIA CON MONETA CREATA ESISTE UN VENTAGLIO DI SENTIERI DINAMICI POSSIBILI

Queste considerazioni dischiudono scenari più complessi e indeterminati di quelli dei modelli standard. In tali scenari – sosterrò – sono possibili percorsi dinamici diversi, perfino a parità di performance dal punto di vista della produzione, quanto a combinazione di risparmi, creazione di moneta, prezzi relativi, modalità di finanziamento degli investimenti. Peraltro è proprio la performance produttiva a dipendere dai fattori appena visti. Descrivere, non dico dipanare, questa matassa è compito difficile. Costruirò quindi un esempio numerico, che parte dalla sequenza infra-periodale wickselliana ma la integra, sulla scia delle indicazioni di Hicks, con connessioni tra un periodo e l'altro che riguardano sia la liquidità che il processo produttivo. Ricorrerò provvisoriamente all'ipotesi che le grandezze reali del sistema descritto crescano ad un tasso costante. La restante parte dell'articolo svilupperà riflessioni a partire dall'esempio così costruito. La rimozione dell'ipotesi di crescita uniforme farà parte di tali riflessioni.

Assumiamo un sistema economico, chiuso ai rapporti con l'estero, la cui produzione cresce uniformemente al 5%, in cui i salari monetari (che in un sistema chiuso assorbono tutti i costi di produzione) siano anticipati, all'inizio del periodo, dalle banche, con moneta creata, come nella rappresentazione wickselliana già esposta. Per consentire la crescita a parità di tecnologia e produttività si assume che esistano riserve illimitate di lavoro (disoccupazione). Si consideri ora, come punto di partenza della dinamica dell'economia appena descritta, un periodo ($t=0$) in cui il prodotto nazionale monetario sia 1100, fatto da 1000 di costi salariali e 100 di profitti lordi. Questi profitti lordi vengono usati sia per pagare gli interessi alla banca, che li distribuisce in dividendi alle famiglie che ne sono azioniste, sia per distribuire dividendi alle famiglie che sono azioniste delle imprese produttive. Tutti tali dividendi (100), conseguiti a fine periodo, costituiranno una componente del reddito disponibile nel periodo successivo. Metà dei lavoratori producono 100 beni di consumo vendibili e metà lavorano a costruire utensili e macchine (il capitale) che verranno usati nel periodo successivo, per poi essere eliminati (i beni capitali durano un periodo). Il valore del capitale a fine periodo $t=0$, iscritto a bilancio, è quindi 500, pari al salario pagato alla metà dei lavoratori che hanno costruito il capitale nel corso del periodo.

Nel periodo successivo ($t=1$) le imprese produrranno 105 beni di consumo; avranno costi salariali complessivi per 1050 (per produrre proporzionalmente

di più sia beni di consumo che capitali); tali costi verranno anticipati ad inizio periodo dalle banche, ma il debito andrà restituito a fine periodo. Le entrate che servono all'impresa per pagare il debito e, al contempo, conseguire lo stesso margine percentuale di profitto lordo del periodo precedente sono 1155 (1050 di debito più il 10%, per riprodurre il margine di profitti lordi). Tali entrate possono essere conseguite sia attraverso le vendite sia emettendo nuove azioni in corrispondenza dell'aumento di capitale (cioè dei soli investimenti di crescita realizzati nel corso del periodo $t=1$), che hanno in questo caso il valore di 25 (o in qualsiasi combinazione intermedia). Il reddito disponibile delle famiglie è pari a 1150 (1050 di salari del periodo e 100 di dividendi conseguiti alla fine del periodo precedente). Di conseguenza – ed è la prima osservazione da fare – si ha comunque un vuoto di 5, indipendentemente da come siano costituite le entrate delle imprese.

Tale vuoto dipende dal fatto che i dividendi distribuiti in $t=0$ sono spendibili solo in $t=1$. Solo per ragioni di semplicità non darò qui importanza alla cosa, anche se queste forme di diacronia sono una caratterizzazione importante di un'economia monetaria¹⁵, il cui rilievo è funzione del tasso di crescita, tanto che non si pone quando non vi è crescita, sicché nei successivi riferimenti all'esempio trascurerò questo elemento, prendendo solo atto che la mancata compensazione di questo gap implica una progressiva flessione del margine proporzionale di profittabilità lorda. Vi sono infatti ulteriori cose importanti su cui riflettere:

1. il caso più vicino al modello neoclassico (1.A) è quello in cui le famiglie risparmiano una somma esattamente pari agli investimenti di crescita (25) e li trasferiscono per intero alle imprese; ciò implica, nell'esempio numerico, un tasso di risparmio sul reddito disponibile del 2,17% ($25/1150$ per cento) e un prezzo dei (105) beni di consumo pari a 10,71 ($[(1150-25)/105]$). Nel caso, invece, in cui il tasso di risparmio delle famiglie sia nullo (1.B), il sistema può continuare a crescere solo se le imprese autofinanziano per intero gli investimenti di crescita. Ciò implica un prezzo pari a 10,95 ($1150/105$); questo è il caso più simile a quello classico, in cui solo i capitalisti – sostituiti qui dalle imprese – investono e risparmiano.

2. Ogni qualvolta, tuttavia, il tasso di risparmio dovesse essere maggiore della propensione che le famiglie hanno a trasferire, direttamente o per il tramite di intermediari, i loro risparmi alle imprese nella misura degli investimenti di crescita di queste, si ha contemporaneamente (2.A) un vuoto di domanda monetaria (il lacking di Robertson) e (2.B) una accumulazione di saldi monetari. Il vuoto di domanda richiede di essere compensato con una pari domanda monetaria esogena *quale condizione per continuare la crescita*. L'accumulazione di saldi monetari sarà in cerca di impieghi, se non altro per ragioni di diversificazione del portafoglio. *Gli eventi 2.A e 2.B sono due facce della stessa medaglia*. Esse si presentano nel caso 1.A quando la propensione al ri-

sparmio è superiore al 2,17%, nel caso 1.B quando essa non è nulla, mentre il prezzo sarà nel primo caso 10,71 (se fosse inferiore non si riuscirebbero a fare gli ammortamenti), nel secondo 10,95.

RACCORDI SIGNIFICATIVI CON LA LETTERATURA ESISTENTE

L'esempio numerico ha una notevole importanza concettuale, sia per quanto riguarda le differenze di funzionamento di un'economia monetaria rispetto ad una economia di baratto, sia per quanto riguarda le connessioni tra struttura finanziaria e vicende reali, sia, infine, allo scopo di chiarire come si possano nel sistema accumulare quegli strumenti monetari inevitabilmente destinati a sostenere la domanda monetaria di ricchezza improduttiva e farne crescere i valori, ponendo in tal modo le premesse per crisi finanziarie del tipo che stiamo attraversando. Gli spunti da cui deriva questo quadro sono tutti presenti, anche se sparsi e trascurati, in una letteratura sedimentata e rispettata.

Keynes e prima di lui Wicksell hanno indicato come le imprese chiedano moneta per pre-finanziare le proprie spese produttive; da dove provenga tale moneta, e dunque se provenga o meno dal risparmio delle famiglie, non interessa loro. Wicksell tra i primi ha osservato come il sistema bancario potesse creare moneta fiduciaria a tale scopo. Ho costruito l'esempio numerico adottando la sequenza infra-periodale di Wicksell, integrandola tuttavia in una sequenza interperiodale quale implicata dalle riflessioni di Böhm Bawerk, successivamente sviluppate da Hicks e più di recente e più compiutamente da Amendola e Gaffard. Mi sono limitato a mettere questi elementi insieme, emendando al contempo alcuni limiti del pensiero wickselliano, in particolare il suo contesto statico e l'idea che il circuito monetario dovesse chiudersi a fine periodo. Più puntualmente:

(a) è la possibilità di creare moneta che costituisce il tratto distintivo di una economia monetaria rispetto ad una di baratto; *lo costituisce perché rimuove il vincolo ex ante agli investimenti in capitale fisso e circolante che caratterizza la rappresentazione dei classici*; proprio la rimozione di tale vincolo consente, prescindendo da possibili auto-limitazioni del sistema bancario, di far partire, ex ante, un numero illimitato di scommesse di investimento, dando alle imprese che le fanno il potere di comando sulle risorse. Sarà solo dopo, al momento di realizzare le scommesse e/o al momento di restituire i debiti alle banche, che si verificherà se le scommesse erano o meno compatibili, tra loro o con i vincoli reali che caratterizzano il sistema (ad esempio, rispetto al lavoro o alla capacità produttiva). L'esigenza di controllare la compatibilità di aspettative ed azioni (quelle che io chiamo scommesse) solo ex post è stata indicata ad esempio da Hayek (1937) e implicitamente da Robertson. Purtroppo Wicksell, vero anello di congiunzione tra pensiero classico e walrasiano, si limitava

ad assumere l'esistenza di equilibrio come condizione base grazie ad un appropriato tasso di interesse (riguardato come prezzo relativo) che rende eguali risparmi e investimenti, salvo mettere in pratica frammenti di analisi del disequilibrio nelle sue investigazioni sulle caratteristiche dei cicli.

(b) È l'impossibilità, al di fuori di casi limite, che il circuito della moneta si chiuda a fine periodo, estinguendo a fine periodo la moneta creata al suo inizio, in condizioni di crescita o in presenza di risparmio delle famiglie, che spiega come la moneta possa accumularsi nel tempo.

Ho poi aggiunto altri elementi. Il ruolo negativo del risparmio nel determinare vuoti di domanda, già evidenziato da Keynes e da Robertson, è stato facilmente inserito nell'esempio numerico di derivazione wickselliana. L'esigenza di compensare con ulteriore domanda monetaria, e quindi, a monte, l'esigenza di avere ulteriori fonti di creazione di moneta, è stata infatti collegata con l'esigenza di far permanere le condizioni di continuazione della crescita. Ma, fuori delle assunzioni di comodo che sono servite per costruire l'esempio numerico, sono proprio le condizioni di crescita a poter venir meno ove i risparmi siano eccessivi o mal diretti o la struttura finanziaria non sia coerente con le condizioni di pricing praticabili o, infine, i meccanismi di compensazione dei vuoti di domanda, che tratterò più oltre, siano mal scelti o mal calibrati.

Per orientarsi in questo complesso problema di coordinamento occorre riflettere sulle possibili fonti di domanda monetaria ulteriori rispetto a quelle incorporate nel modello creditizio di Wicksell. Prima di farlo, tuttavia, è opportuno commentare un risultato reso evidente dall'esempio: *la compatibilità tra uno stesso tasso di crescita e prezzi e struttura dei finanziamenti diversi*.

L'esempio numerico mostra come il prezzo sia di 10,71 nel caso di completa sottoscrizione di azioni rappresentative dell'aumento netto di valore del capitale mediante i risparmi delle famiglie, ed invece di 10,95 nel caso di autofinanziamento degli investimenti di crescita. I due percorsi dinamici rappresentati non implicano alcuna differenza per l'aggregato delle imprese e per l'aggregato delle famiglie. Se le imprese autofinanziano gli investimenti di crescita il numero delle azioni rimane lo stesso ma le azioni aumentano di valore quale riflesso dell'accrescimento del valore del loro capitale (ovvero si dà luogo ad emissioni gratuite distribuite ai vecchi azionisti). Non esiste differenza tra il caso in cui il numero delle azioni aumenta a parità di valore unitario e quello in cui il numero delle azioni è costante ma il loro valore unitario aumenta in corrispondenza della crescita di valore dei capitali iscritti a bilancio. Ciò, quanto meno, ad un livello aggregato; ad un livello più disaggregato potrebbero invece esservi differenze distributive. Resta peraltro il fatto che la lettura delle statistiche di un sistema largamente basato sull'autofinanziamento mostrerebbe in esso un salario reale (rapporto tra salari unitari e prezzi dei beni di consumo) più basso di quello presentato dalle statistiche di un sistema

largamente basato sull'emissione di azioni. *Ciò implica, semplicemente, che l'interpretazione delle statistiche va fatta alla luce di buone teorie e che i dati riguardanti la distribuzione tra salari e profitti non possono prescindere, in una economia monetaria e finanziaria, da un'attenta considerazione delle modalità di finanziamento*¹⁶.

LE FONTI DELLA DOMANDA MONETARIA ADDIZIONALE

La creazione di strumenti monetari, come abbiamo visto, vede protagoniste le banche di credito e le banche centrali. Tali strumenti possono trasformarsi in domanda monetaria di beni in vario modo. Lasciando da parte la domanda per esportazioni, alimentata dal cambio di divise estere, facciamo riferimento ad un sistema chiuso ed autonomo come quello considerato nell'esempio numerico, che meglio aiuta la comprensione profonda dei problemi sottostanti.

La banca centrale può alimentare direttamente la domanda monetaria pubblica in vari modi, riconducibili tutti ad emissione di nuova moneta; non fa differenza se a tale emissione corrisponde la mera iscrizione contabile di un debito ovvero se la banca centrale sottoscrive direttamente titoli emessi dallo Stato. Queste modalità non comportano oneri futuri sui bilanci pubblici, purché gli eventuali interessi (che costituiscono tecnicamente entrate per la banca) siano poi restituiti ("retrocessi") allo Stato; costi della banca a parte si tratta di una partita di giro. La domanda pubblica può essere finanziata anche, indirettamente, dalla banca centrale inducendo le banche ordinarie ad acquistare titoli pubblici di nuova emissione con liquidità addizionale, messa a disposizione delle banche ordinarie dalla banca centrale in modi vari (risconti di titoli, anticipazioni, ecc.). In questi casi, tuttavia, gli interessi divengono un onere per lo Stato e quindi, indirettamente, per i futuri contribuenti. Altrettanto onerosa per lo Stato è la collocazione di titoli presso i privati, ma *tale operazione corrisponde di per sé ad una riduzione, non ad un aumento, della disponibilità di moneta nel sistema.*

Nello schema wickselliano si considera la creazione di moneta solo in relazione all'anticipazione a favore delle imprese produttive delle loro spese per produrre (per "comandare" il lavoro). Tuttavia, come ho anticipato, non vi sono ragioni per non prendere atto del fatto che il credito può essere, e nelle nostre società è erogato, per finanziare anche l'acquisto di titoli di proprietà concernenti ricchezza improduttiva, complementariamente ad un analogo impiego dei risparmi monetari delle famiglie¹⁷. Il combinato effetto della domanda di assetti di ricchezza improduttiva alimentata dall'accumularsi di risparmi monetari (le cui condizioni sono state evidenziate nell'esempio) e di quella alimentata dalla creazione addizionale di moneta da parte del sistema banca-

rio è in grado di indurre un'inflazione dei valori di tali stock¹⁸. *Questi "gonfiamenti" dei valori sono in grado di indurre, via spesa dei capital gains o delle rendite conseguite, ovvero per il fatto che le famiglie si sentono più ricche ("effetti ricchezza"), una domanda di beni di consumo ulteriore rispetto a quella alimentata, nell'esempio numerico "wickselliano", dalla propensione al consumo sui flussi di redditi connessi alla produzione: una possibilità che non può essere considerata in rappresentazioni teoriche che non pongano al centro della loro attenzione l'esistenza di sviluppo e di moneta creata!*

La creazione di domanda addizionale per compensare il vuoto di domanda dovuto ad un eccesso di risparmi ha caratteristiche diverse a seconda che sia costituita direttamente dal disavanzo pubblico monetizzato o derivi invece dagli effetti indiretti connessi all'inflazione degli assetti di ricchezza improduttiva. Tali ultimi effetti sono infatti aleatori e imprevedibili, sia dal punto di vista dell'intensità, sia da quello del tempo che impiegano per verificarsi, sia infine – ma questo richiede di passare ad una visione disaggregata – dal punto di vista della composizione merceologica.

Vi sono inoltre altre considerazioni che fanno ritenere preferibile, a livello di sistema, il disavanzo monetizzato ed, invece, pericoloso quello basato sul gonfiamento della ricchezza improduttiva. I rendimenti assicurati da quest'ultimo attraggono impieghi di moneta e credito e ciò può determinare, specie in particolari fasi cicliche, uno spiazzamento (crowding out) dei finanziamenti e dei trasferimenti verso gli investimenti di crescita, ponendo in tal modo le premesse per un declino dei tassi di crescita dei flussi produttivi; facendo seguito a molte evidenze indirette, il fenomeno è stato documentato recentemente in modo davvero incisivo con riferimento a dati di singole imprese non finanziarie degli USA, attinti da un campione rappresentativo (Orhan-gazi 2008). Il crowding out, di conseguenza, non sarebbe una possibile caratteristica delle sole emissioni di titoli del debito pubblico ma anche dell'inflazione della ricchezza improduttiva. Anzi i rendimenti degli impieghi in ricchezza improduttiva, in particolare quelli finanziari, diverrebbero il vero "costo opportunità" degli investimenti reali, mentre la collocazione di titoli pubblici sul mercato andrebbe vista come un impiego in qualche misura rivale non solo rispetto agli investimenti in campo reale ma anche rispetto agli impieghi in ricchezza improduttiva. Non intendo, in questa fase, dire quali di queste alternative sia meno dannosa; mi limito a esplicitare il quadro delle possibili interdipendenze.

La via dell'inflazione degli stock improduttivi ha tuttavia un'ulteriore caratteristica perniciosa, che rende questa via fonte di instabilità non solo per periodi limitati ma in una prospettiva più lunga. Se, e nella misura in cui, si tende ad avere una crescita degli indici dei prezzi della ricchezza improduttiva più elevata della crescita dei capitali e dei flussi connessi alla produzione reale vengono a mancare prima o poi i presupposti di uno sviluppo bilancia-

to¹⁹. Infatti, i soggetti i cui redditi siano connessi ai flussi produttivi si impoverirebbero progressivamente; il loro potere di acquisto verrebbe presumibilmente eroso anche dal crescere di talune rendite, come gli affitti delle abitazioni, legate alla ricchezza improduttiva. I plausibili tentativi di indicizzare i salari monetari alla crescita di valore della ricchezza improduttiva non potrebbero che estendere i fenomeni inflattivi al campo reale e, presumibilmente, indurre interventi restrittivi di vario tipo, con una elevata probabilità di avere retro-effetti negativi sui flussi produttivi e sugli investimenti reali.

LA SFERA DELL'ECONOMIA REALE E LE CONSEGUENZE DEL "TIME TO BUILD"

Il quadro offerto dalla sequenza infra-periodale wickselliana descrive i movimenti di grandezze monetarie senza poterle associare a grandezze reali. L'esempio numerico offre una sponda per superare tale limite, inserendo quella sequenza in una sequenza interperiodale di tipo hicksiano. In tal modo, l'esempio ha il merito di evidenziare il ruolo del tempo cronologico nel processo produttivo.

La costruzione di capacità produttiva prende tempo e deve precedere il suo impiego per la produzione di beni di consumo. Nell'esempio, per ragioni di semplicità, si è ipotizzato che per costruire capacità si impiegasse un periodo e la capacità costruita durasse un periodo; ma, in generale, ciascuna delle due fasi, quella di costruzione della capacità e quella della sua utilizzazione, durano molti periodi. Morale: gli investimenti *devono precedere* la produzione di beni di consumo realizzata con la capacità produttiva costruita con quegli investimenti; possiamo oggi produrre beni di consumo solo perché ieri sono state prodotte le macchine che usiamo oggi; abbiamo un debito verso il nostro passato che possiamo restituire solo costruendo il capitale (oggi non solo fisico, ma soprattutto intellettuale) che servirà nel futuro, per noi stessi e per i nostri eredi; *la permanenza nel tempo del sistema economico* è resa possibile dal fatto che in ciascun intervallo di tempo, accanto alla produzione di beni di consumo, esista una sequenza ordinata di lavorazioni di beni di investimento (in processo); qualsiasi disturbo di tale continuità ordinata è destinato a ripercuotersi sulle produzioni future, introducendo potenziali fattori di crisi o, quanto meno, disturbi ciclici più o meno importanti.

Queste osservazioni presentano i problemi connessi alle decisioni di produzione in modo ben diverso da quello posto alla base delle rappresentazioni standard, sia keynesiane che neoclassiche. Queste usano il concetto di "funzione della produzione", alla cui base vi è l'ipotesi che qualsiasi input possa essere *istantaneamente* "trasformato" in qualsiasi output, e danno rilievo solo alle decisioni di breve periodo. Le diverse considerazioni sui rapporti tra fenomeni produttivi e tempo, appena descritte e la cui rilevanza sia fattuale che teorica era stata percepita fin da prima dell'inizio del '900, consentono di in-

vestigare in modo più sensato i rapporti tra dinamica della domanda monetaria (quella fin qui considerata) e dinamica della produzione.

In primo luogo viene ribaltata, rispetto ai modelli standard, la gerarchia di importanza delle decisioni di produzione. *Le decisioni di breve periodo, che sono le sole a rilevare nei modelli macroeconomici standard, sono relativamente banali.* Data, per effetto di decisioni prese in un passato più o meno lontano, la capacità produttiva, quelle riguardanti le quantità da produrre nel periodo derivano dalle esperienze del recente passato e dall'esigenza di saturare al massimo tutti i costi fissi (e dunque anche la capacità), mentre quelle sui prezzi corrispondono ad una varietà di strategie, rivolte a sfruttare le opportunità (essenzialmente commerciali) che si presentano.

Al contrario, le decisioni che hanno per oggetto la costruzione di capacità, quelle cioè di avviare o continuare la lavorazione di beni capitali in processo, sono le più importanti, e ciò non può più essere sottaciuto solo per il fatto che esse sono le più difficili da analizzare, nelle loro caratteristiche, nelle loro motivazioni, nel loro timing; in altri termini, non ci si può continuare a rifugiare nella metafora keynesiana degli "animal spirits" facendo poi finta che i modelli siano tanto determinati da poter consentire di fondare su di essi delle politiche fiscali e monetarie che hanno una così rilevante incidenza sulla condotta delle economie. Le decisioni sulla costruzione di capacità generano reddito e domanda subito, ma la capacità proporzionale a tale domanda si avrà solo a distanza di tempo. Le implicazioni di ciò sono da comprendere a fondo.

Esse non rilevano eccessivamente in una economia che cresce stabilmente ad un determinato tasso; è sufficiente in questo caso mantenere un rapporto stabile tra produzione di capacità (lavoro indiretto) e produzione di beni di consumo (lavoro diretto). Ma tale rapporto deve essere tanto maggiore quanto più elevato è il tasso di crescita, perché il numeratore (a parità di denominatore), essendo funzione delle produzioni future, sarà tanto maggiore quanto queste saranno maggiori (quanto maggiore è il tasso di crescita). Ciò implica che qualsiasi variazione del tasso di crescita, ovvero l'emergere di innovazioni, sono destinate a distorcere la struttura dell'economia. Questo implica risolvere problemi di coordinamento intertemporale non banali, come è stato evidenziato da Amendola e Gaffard in numerosi contributi; problemi che né il mercato da solo, né policy makers che "leggano" il funzionamento delle nostre economie con occhiali (modelli) troppo semplicistici, sono lungi dal poter risolvere.

AD ECONOMIE PIÙ COMPLESSE RISPOSTE POLITICHE PIÙ COMPLESSE

Abbiamo – estremizzando un tantino – due distinti problemi di fronte a noi: (a) come mantenere nel tempo un sentiero di sviluppo stabile quando il sistema cresce in modo relativamente soddisfacente (cioè come prevenire del-

le crisi o quanto meno come contenerne le dimensioni); (b) come accelerare lo sviluppo dopo un periodo di bassa crescita o addirittura di recessione. Nel primo caso l'elemento cruciale è quello di tenere la crescita della domanda monetaria al passo con la crescita dell'offerta di beni di consumo; nel secondo, cruciale è *come portare le aziende produttive a investire per anticipare una domanda che crescerà con sufficiente affidabilità, tanto da indurle a rischiare*. Ho già dato qualche indicazione sul primo problema, certo da approfondire: si tratta essenzialmente di portare a coerenza risparmi delle famiglie e investimenti produttivi o, in permanenza di eccessi di risparmio, calibrare opportunamente le compensazioni dei vuoti di domanda monetaria, impedendo comunque che i rendimenti della ricchezza improduttiva arrivino a divenire più appetibili di quelli derivanti dagli investimenti produttivi. In tale prospettiva, mentre può avere senso una monetizzazione assicurata da disavanzi pubblici, è improbabile che essa costituisca una politica sufficiente. A fronte di risparmi eccedenti gli investimenti di crescita in cerca di opzioni di impiego, il mercato e le banche hanno interesse ad offrire opzioni di impiego, guadagnando sulle attività connesse. Le azioni di tali agenti, che sono in grado di guadagnare da speculazioni sia al rialzo che al ribasso, sono alla base della crescita della paper economy. Esse non possono tuttavia essere contrastate frontalmente, sia perché gli agenti in questione costituiscono comunque una lobby potente, sia perché operano negli stessi mercati in cui vengono trattati titoli che riguardano le attività produttive, sia, infine, perché sarebbe difficile per i policy makers tagliare gli sbocchi ai risparmi monetari in cerca di impiego. Sono possibili, a mio avviso, politiche che attenuino la dimensione dei fenomeni di contraddittorio squilibrio connessi alla crescita dei valori della ricchezza improduttiva, una crescita che non può continuare all'infinito e che quindi è destinata a sgonfiarsi in crisi repentine e a catena, come gli anni che stiamo vivendo ci hanno insegnato. Attenuare le dimensioni, sia dell'euforia che della crisi, sarebbe già un notevole vantaggio. Non posso qui che rinviare a ulteriori riflessioni.

Quanto al secondo problema, quello del rilancio della crescita, i modelli standard fanno leva sul ribasso dei tassi di interesse e su generici discorsi riguardanti le aspettative. L'esperienza ha reso palese l'insufficienza dei ribassi dei tassi di interesse. Occorre, quindi, approfondire il tema della natura delle decisioni di investimento in relazione alla confidenza che i decisori possono avere in merito all'ambiente nel quale, in futuro, dovrebbero prima essere realizzati, nel tempo, gli investimenti stessi e, più tardi, le vendite dei prodotti resi possibili da tali realizzazioni. Richardson, che ha molto riflettuto su tali temi, ha evidenziato come *le imprese abbiano bisogno di rassicurazioni forti* sia sul fatto che le attività di ciascuna singola impresa trovino fattori di complementarietà nelle attività – relative ad entrambe le fasi, di costruzione e di utilizzazione della nuova capacità – di altri agenti, sia per escludere eccessi di investimento e di produzione. A partire dalle riflessioni precedenti, inoltre, deriva che:

(a) le decisioni di investimento non possono che essere prese in termini reali, cioè avendo riferimento a connotazioni tecniche e dimensionali, non in termini di valore, cioè per quanto costano. Il valore rileva solo in quanto eventuale vincolo (ad esempio per il finanziamento);

(b) data la durata rilevante sia del tempo di costruzione che di quello di utilizzazione, nonché l'esigenza di ordinata continuità della costruzione di capacità produttiva, tali decisioni non possono che essere influenzate da aspettative di trend, piuttosto che da valori attesi in date puntuali, come invece si usa fare nei modelli standard.

Per le stesse ragioni esse:

(c) non possono essere basate su stime attendibili di prezzi e di costi futuri molto distanti nel tempo; è invece probabile che sia diffusa la consapevolezza da parte delle imprese che, non discostandosi troppo dai comportamenti medi dei concorrenti, vi siano sempre le condizioni per praticare un prezzo adeguato ai costi.

Alla luce di queste considerazioni appare chiaro che è solo l'affidabilità delle aspettative che può indurre le decisioni di investimento. *Alle imprese non interessa chi sia il protagonista della domanda monetaria, né tanto meno esse si chiedono quale sia l'origine della moneta che tale domanda alimenta. Ad esse non importa se la domanda sia privata o pubblica, né, nel caso di domanda pubblica, se questa sia finanziata con imposte ovvero derivi da un deficit di bilancio. Ad esse interessa solo l'affidabilità.* Se esse disponessero di un contratto a lungo termine sui propri sbocchi di vendita non esiterebbero ad investire coerentemente a quanto serve per l'esecuzione del contratto, mentre la natura del contraente e dei suoi mezzi di pagamento rilevarebbe solo in relazione all'affidabilità. Si tratta di un caso limite, certamente non praticabile se non alterando le normali caratteristiche della concorrenza; esso suggerisce tuttavia le direzioni verso cui procedere.

La storia insegna come persone e aziende investano spinte da ragionevoli prospettive di guadagno da ricavare da attività le cui caratteristiche sono definite da aspettative affidabili. Un numero limitato di imprese fonda le sue decisioni di capacità e di innovazione sulla accumulazione di conoscenze, proprie e/o pervase nell'ambiente²⁰; la maggior parte delle imprese, in condizioni normali, si basa invece oggi sempre più sui segnali che, in forma di "previsioni", vengono proiettati dalle autorità di policy. Se quelle previsioni considerano probabile un tasso di crescita basso, il grosso delle imprese adeguerà lo sviluppo della propria capacità a quel tasso e, così facendo, contribuirà al realizzarsi delle previsioni. Il discorso, tuttavia, non funziona simmetricamente. *Per rimuovere aspettative di bassa crescita dopo un lungo periodo di bassa crescita e di interventi e atteggiamenti restrittivi nelle politiche fiscali o monetarie non appena il tasso di inflazione accenni ad alzare la testa²¹ non è sufficiente cambiare segnali: occorrono atti specifici, programmi resi credibili dal fatto di essere accompagnati da impegni e indicazioni affidabili sul piano organizzativo e contrattuale.*

Le parole vanno prese sul serio: “programma” significa “azioni che verranno realizzate nel futuro, condizionalmente a eventi ben identificati”; la condizione per avere gli effetti desiderati è che il quadro programmatico sia ben specificato e palesemente fattibile e credibile, e che le promesse vengano puntualmente mantenute, soprattutto nelle fasi iniziali, ovvero che le promesse che per qualche ragione non potessero essere mantenute diano luogo a congrui indennizzi. I programmi possono, certamente, prevedere aggiornamenti e revisioni, ma sempre tenendo presente l’esigenza di sostenere gli interessi dei soggetti che per primi hanno aderito alle indicazioni comportamentali del programma. È, infatti, il successo e il rispetto della sicurezza dei primi protagonisti dell’adesione al programma che consolida la fiducia nel programma stesso e conduce altri ad aderirvi. Il problema, come non mancava di osservare Harrod, è che il programma appaia realizzabile ai vari stake-holders tanto che essi decidano di conformarsi ad esso²². Un programma è quindi, prima di tutto, una organizzazione, definita a livello micro e meso-economico, e fatta di regole, conoscenze, assunzioni di responsabilità, stipulazione di contratti, il cui compito è quello di produrre coordinamento tra gli attori coinvolti²³.

Esso, tuttavia, va reso coerente con l’ambiente macroeconomico, sia perché le azioni che grazie ad esso hanno luogo generano effetti macroeconomici sia perché esse devono collocarsi in un contesto macroeconomico coerente. Ciò implica che non esista *una* politica fiscale e/o monetaria da praticare comunque, ma che *le politiche devono essere modulate nel tempo in relazione al programma*. Ad esempio, va tenuto conto del fatto che l’effettuazione di investimenti e il connesso pagamento di remunerazioni ai lavoratori indiretti genera comunque, di per sé, domanda addizionale (spesso anche troppo presto, come implicitamente accennato). Se, dunque, nella fase di avvio del programma possono essere opportune politiche creditizie e fiscali generose volte a favorire gli investimenti, in fasi successive possono essere necessarie, almeno transitoriamente, politiche più caute, che tengano tuttavia presente il fatto che l’aumento del reddito retroagisce positivamente sul gettito fiscale. Altro esempio: per sostenere gli investimenti di crescita e di innovazione occorrono accettabili prospettive di guadagno. Ma queste devono riguardare proprio tali investimenti, che non devono rischiare di essere spiazzati dai rendimenti di impieghi in ricchezza improduttiva. Ciò potrebbe consigliare di praticare una politica di alti tassi di interesse per moderare il moltiplicatore creditizio alla speculazione, assicurando contestualmente tassi agevolati e agevolazioni fiscali alle attività reali connesse direttamente o indirettamente al programma.

Non posso, in questa sede, andare molto al di là di questi accenni esemplificativi. Posso solo dire che lo studio storico attento di molte delle politiche che nel secondo dopoguerra hanno indotto e accompagnato quel periodo di grande sviluppo potrebbe indicare un vero e proprio arsenale di strumenti da usare – ma oggi da usare possibilmente a livello europeo – nelle prospettive

qui delineate. Quasi inutile sottolineare, in ogni caso, quanto tali prospettive siano lontane dall'orientare le politiche verso generiche politiche di disavanzo pubblico, sia in relazione a problemi di stabilizzazione della crescita sia in relazione alla ripresa di processi di sviluppo.

ALCUNE IMPLICAZIONI

Questo articolo è breve solo in relazione alla complessità delle questioni trattate. Non vi è quindi spazio per approfondimenti ed espansioni. Mi limiterò ad abbozzare alcune sue implicazioni.

Politiche di sistema

Le relazioni, sia sincrone che diacroniche, che ho messo in luce tra azioni articolate a livello microeconomico e ambiente macroeconomico evocano per taluni aspetti le analisi di Abba Lerner. Queste analisi, ancorché da adattare a contesti dinamici, sono di straordinaria attualità. Lo schema lerneriano di finanza funzionale è stato seppellito insieme alle idee keynesiane che lo avevano ispirato; ingiustamente, visto che la sua analisi evidenziava il fatto che ciascuna posta di bilancio poteva essere associata ad effetti sul reddito *monetario* diversi, diversi potendo essere, per ciascuna posta, i moltiplicatori che legano le poste agli effetti. Riguardando impulsi ed effetti monetari, *questa analisi vale del tutto indipendentemente dall'accettazione della teoria keynesiana*, del tutto indipendentemente, cioè, dal fatto che gli effetti implicino variazioni quantitative della produzione (come per Keynes) ovvero solo variazioni dei prezzi (per i modelli di ispirazione monetarista che ispirano attualmente le politiche economiche). Lerner faceva conseguire dalla sua analisi che l'eguaglianza tra poste positive e negative (pareggio del bilancio) non implica di per sé neutralità di effetti, ma può avere sia effetti espansivi che restrittivi; corrispondentemente dal semplice saldo complessivo (avanzo o disavanzo) non si possono evincere quali siano gli effetti, se non conoscendo la composizione del bilancio e i moltiplicatori associati a ciascuna sua posta²⁴. *Il saldo è quindi, palesemente, un indicatore "ottuso"*. Ciò nonostante, è su di esso e solo su di esso che la politica economica – non solo quella italiana – si regge²⁵. Il principio di Lerner va oggi esteso. Alle poste di bilancio corrispondono azioni pubbliche. Tutte le conseguenze, sia qualitative che quantitative, non solo sul reddito ma sulla capacità produttiva, non solo subito ma a distanza di precisi tempi, vanno considerati. *Il costo finanziario di una azione è solo una delle tante conseguenze dell'azione, e qualsiasi azione va valutata in funzione di tutte le sue conseguenze*. Tra le azioni vi sono quelle di coordinamento e di programma, prima evocate. Ulteriori indicazioni di policy derivano poi dalle mie riflessioni precedenti sui regimi dinamici. Esse indicavano come regimi relativamente

più “felici” quelli che evocano le condizioni classiche e neoclassiche (casi 1.A e 1.B): un volume di risparmi, delle imprese o ad esse interamente trasferiti dalle famiglie, pari agli investimenti di crescita. In linea di principio, quindi, ove tali condizioni non si realizzino spontaneamente, occorrerebbe non solo far aumentare gli investimenti di crescita (tema sul quale mi sono già soffermato), ma alternativamente far diminuire i risparmi (redistribuendo reddito dai più ricchi ai più poveri, come indicato da Lerner, Minsky e tanti altri), *operando comunque allo scopo di ottenere che i risparmi delle famiglie vengano trasferiti alle imprese produttive*. E anche per questo sono concepibili strumenti, ripristinando a tale scopo le banche di credito a lungo termine e i meccanismi sui quali esse si basavano, tra i quali il credito agevolato agli investimenti industriali (più in generale di parte reale). In ogni caso, poiché è probabile che nelle nostre economie avanzate la spinta al risparmio di tipo precauzionale permanga, e poiché a tali motivazioni occorre offrire sponde sicure, una opzione importante è quella di offrire alle famiglie schemi assicurativi relativamente protetti e, al contempo, vincolare i fondi raccolti ad una quota più o meno consistente di investimenti in campo reale.

Conflitti distributivi e coesione sociale

Il conflitto distributivo riguarda, nel sentire comune e nei modelli degli economisti, la distribuzione tra salari e profitti. Nel contesto qui delineato, lasciando da parte l'eventuale ruolo redistributivo del bilancio pubblico, il gioco diviene tripartito: *quale che sia l'entità della torta* alla cui produzione contribuiscono lavoratori ed imprese, *alla sua ripartizione concorrono* tutte le risorse monetarie; *non solo profitti e salari monetari, quindi, ma una quota parte più o meno consistente dei valori derivanti dall'arricchimento da impieghi in ricchezza improduttiva*. Questo falsifica il tradizionale conflitto, sia perché ai tavoli delle relazioni industriali appare difficilmente trattabile il tema degli arricchimenti finanziari, sia perché l'esito delle trattative sui salari può condurre a risultati del tutto controintuitivi. Basti in proposito pensare a come la risposta ad un aumento dei salari monetari può essere non solo un aumento dei prezzi dei flussi di merci e servizi (come ben noto), ma una fuga delle imprese produttive verso impieghi speculativi, con una diminuzione virtuale della dimensione della torta e/o della sua dinamica nel tempo, ed un contemporaneo accrescimento del ritmo dell'arricchimento da impieghi in ricchezza improduttiva.

Il quadro dei meccanismi distributivi è, tuttavia, molto più complesso. Accanto alle imprese produttrici sono cresciuti a dismisura negli ultimi decenni altri soggetti – le banche, gli istituti finanziari e i relativi addetti – che partecipano al gioco della creazione (vera o apparente) di valore e, a vario titolo, conseguono entrate monetarie che concorrono all'appropriazione della torta; tali soggetti hanno, quindi, forti interessi nel mantenere l'attuale assetto. Ma tali interessi sono condivisi anche da altri partecipanti al gioco, che li rafforza-

no. Le imprese produttive tendono a giocare su due tavoli, quello riguardante la sfera produttiva e quello delle speculazioni, seguendo le opzioni di guadagno. Una quota più o meno ampia di lavoratori può essere titolare di redditi da capitale e di capital gains, anche se è probabile che questo riguardi soprattutto i lavoratori a maggior reddito. I fondi pensione si basano spesso su impieghi speculativi a breve termine. Una parte della ricchezza non immediatamente legata alla produzione corrente, per contro, può conseguire rendite (si pensi agli affitti) che vanno ad incidere sulla capacità di spesa dei lavoratori a più basso reddito e sul loro tenore di vita. Questi succinti colpi di pennello, se per un verso evocano la realtà nella quale siamo immersi, per un altro non fanno che mostrare l'inadeguatezza delle categorie concettuali e statistiche cui siamo abituati a ricorrere.

I servizi finanziari sono costituiti dalla compravendita di "opzioni" aventi per oggetto la conservazione e la valorizzazione di stock di ricchezza, anche e sempre più soprattutto improduttiva; i redditi cui danno luogo per chi concorre alla loro offerta costituiscono valore aggiunto. Essi tuttavia *producono effetti per i singoli che ne fruiscono ma nella maggior parte dei casi lasciano invariata la torta, che contribuiscono solo a ripartire diversamente*. Le opzioni di arricchimento che vengono offerte assomigliano dunque all'acquisto di cartelle della tombola: all'acquisto delle cartelle e alla distribuzione dei premi non corrisponde neanche il più pallido tentativo di costruire qualcosa che costituisca una risorsa per la collettività.

La finalizzazione di tali servizi all'arricchimento rischia poi di produrre ulteriori distorsioni con elevate probabilità di estendersi al resto dell'economia. Essa tende, infatti, a generare due distinti ma connessi effetti. Il primo è costituito da un orientamento sempre più spinto di tutti gli impieghi (non solo di quelli delle imprese finanziarie) verso opzioni di redditività a breve termine. Il secondo è costituito dalla tendenza delle remunerazioni dei manager a rapportarsi alle dimensioni dei guadagni a breve termine che riescono a far conseguire alle aziende per le quali operano, generando una dimensione dei guadagni e una struttura delle remunerazioni abnorme rispetto al passato, con una divaricazione profonda tra quelle corrisposte agli addetti di più basso livello e quelle corrisposte a vario titolo ai manager, riguardati quali i veri artefici, nelle fasi di boom, della valorizzazione dei fondi loro affidati. Le remunerazioni dei manager finanziari, poi, tendono a fare da standard di riferimento anche per le remunerazioni corrispondenti erogate ai manager delle attività produttive. In tal modo si innesca un processo vizioso.

Non vi è nulla di moralistico in queste riflessioni, bensì la presa d'atto di un male oscuro che tende a cambiare, ma anche a falsare, non solo la natura e le dimensioni quantitative delle relazioni tra gli "have" e gli "have not" e i connessi precedenti equilibri, ma anche e al contempo gli equilibri tra economia reale e paper economy; un male che è certamente istituzionale – visto che il

suo affermarsi e propagarsi è stato reso possibile anche da un sistema di regolamentazioni che, anziché tenere sotto controllo i rischi e porre attenzione alle garanzie, ha consentito di far proliferare le varianti del gioco della tombola più sopra evocato – ma che è prima ancora culturale e, in senso ampio, politico. E che il male oscuro, in particolare l’abbreviarsi degli orizzonti temporali sulla base dei quali si prendono decisioni, abbia forti capacità di propagazione alle vicende dell’economia reale è indubbio. I rischi per la coesione sociale sono evidenti. La complementarità tra questi e le tendenze recessive anche.

L’Europa: rancori sul passato o scommesse sul futuro?

Queste due lame di forbice – l’acuirsi di conflitti distributivi pervasivi (e quindi incapaci di indurre una reazione coesa) e di tendenze recessive – sono in azione anche a livello internazionale. Mi limito, anche in questo caso, all’Eurozona e alla c.d. questione della solvibilità dei debiti pubblici.

I deficit pubblici riguardano il presente e il futuro e i loro effetti vanno presi in seria considerazione alla luce delle considerazioni già sviluppate in questa sede. Gli stock di debito pubblico costituiscono invece meri residui distributivi di azioni passate. La loro entità non ha alcun rilievo dal punto di vista dell’uso delle risorse presenti. Il servizio del debito (il pagamento degli interessi) non ha alcun rilievo a livello aggregato se i soggetti che detengono i titoli sono nazionali; se sono esteri, gli interessi pagati alimentano la domanda o l’accumulazione di ricchezza di tali soggetti, con conseguente impoverimento aggregato dei soggetti nazionali. Il debito accumulato, di norma, non viene restituito; ne consegue che la valutazione del rischio di non restituzione, quello su cui giocano le agenzie di rating e di conseguenza i mercati, non sembra una cosa seria (diverso sarebbe il rischio di mancato pagamento degli interessi). Da tutto ciò consegue, infine, che solo le diverse qualità ed esiti delle azioni possano avere con certezza conseguenze sulle generazioni future, mentre le conseguenze su di esse delle modalità di finanziamento delle azioni – debito o imposte – sono, quanto meno, altamente incerte, visti i contrasti sul tema tra diversi studiosi²⁶.

Ciò premesso, il caso dell’Eurozona è comunque davvero anomalo. *I debiti nazionali hanno assunto, in presenza di una moneta unica, la stessa natura dei debiti privati*, ma non esiste un autonomo bilancio federale. Il problema andrebbe affrontato come si fa per gli enti locali. Ovunque, nel momento in cui i soggetti locali vengono chiamati ad una maggiore responsabilizzazione fiscale, il problema di come sistemare i debiti pregressi accumulati dai soggetti più “spendaccioni” solleva conflitti distributivi. Le soluzioni, quali che siano, sollevano sempre le lamentele e l’invidia delle formiche, per non parlare dei livori nei confronti delle cicale. Se sia o meno opportuno lasciar fallire la California non è problema concettualmente diverso da quello se sia o meno opportuno lasciar fallire la Grecia e l’Irlanda oggi e domani altri Paesi. La differenza sta invece nel fatto che il Governo USA è in grado di controllare il fenomeno

e di farlo all'occorrenza con decisione e tempestività, perché dispone di un bilancio federale e sa di poter contare in ultima analisi su comportamenti cooperativi da parte della FED (Tea Party permettendo).

In Europa ciò non è possibile, e a ben vedere è stata proprio la consapevolezza dell'impossibilità di procedere con decisione e tempestività che ha aperto varchi troppo e inutilmente ampi agli attacchi speculativi. *E sono stati questi a obbligare gli Stati nazionali a procedere in direzione di politiche fiscali restrittive generalizzate, del tutto fuori tempo*²⁷. È chiaro infatti a tutti che, nelle prevalenti condizioni recessive e in totale assenza di un vero programma sovranazionale orientato a sviluppo, innovazione e coesione, lo slogan adottato dagli Stati protagonisti – quello di conciliare risanamento e sviluppo – valga poco più di una favola per bambini.

C'è di più. Non c'è alcuna sostanziale differenza tra il “salvare” un ente locale (o un Paese dell'Eurozona) e il salvare una banca che sia “too big to fail”. Laddove i Governi sovraordinati sono lungimiranti, la soluzione viene trovata in una presa in carico dei debiti pregressi da parte del Governo sovraordinato, associato a regole, per i soggetti “salvati”, più chiare e stringenti per il futuro²⁸. Gli Stati sovrani si comportano, così, senza eccessivo riguardo alle implicazioni che tali interventi potrebbero avere sul disavanzo pubblico. Visto che i debiti degli enti locali, come quelli delle banche o delle grandi imprese, sono debiti privati, *i “salvataggi” di tali soggetti dipendono dai rischi che il loro fallimento avrebbe per l'area di interesse dei Governi sovraordinati. In altri termini, prevale il buon senso che porta a dire che il passato è passato e quel che conta è solo minimizzare i rischi presenti e futuri per il sistema.*

Il problema dei debiti pubblici nazionali *deve* essere risolto, ma esso non andrebbe in alcun modo confuso con la diversa questione costituita dalla possibilità di usare politiche di bilancio e deficit, ovviamente solo a livello federale, per promuovere ripresa e sviluppo. *Anzi, ripresa e sviluppo sono una condizione per avviare a soluzione il problema alleggerendo le connesse tensioni.* La strategia corretta sembra dunque essere quella della costruzione graduale di un bilancio federale di dimensioni rilevanti, parzialmente affrancato dalla contribuzione degli Stati membri ma capace di crescere e di essere gestito, con le necessarie cautele, facendo ricorso a deficit collegati a programmi funzionali alla accelerazione della crescita e alla promozione di innovazioni, da associare per un verso ad una progressiva riduzione (fino al pareggio) dei deficit degli Stati membri e, per l'altro, ad un bilanciamento dell'attuale egemonia assoluta della Banca centrale, analogamente a quanto avviene sull'altra sponda dell'Atlantico del Nord. Ed, invece, la Commissione ed i vertici finanziari europei, sostanzialmente succubi di una “cultura”, quella condivisa da BCE ed FMI, fattasi ormai pretenziosa e monoteista nella misura in cui esclude qualsiasi probabilità di essere fallace, stanno lavorando – io credo – per smantellare quel poco di timida coesione che si era riusciti a costruire in Europa.

¹ Chiamerò “ricchezza improduttiva”, senza connettere al termine “improduttivo” nessuna accezione di per sé negativa, il valore monetario di ogni tipo di stock che non ha alcuna connessione diretta e contemporanea con fatti produttivi correnti. Si tratta cioè del valore di “oggetti” che nel sistema, in un dato periodo, “già esistono”, ovvero costituiscono, almeno formalmente, loro derivati. Si tratta quindi di titoli azionari o obbligazionari emessi nel passato, di immobili, preziosi, beni artistici, ecc. prodotti nel passato, di terreni, ma anche di emissioni di nuovi titoli finanziari rappresentativi delle forme di ricchezza appena dette. Al contrario, l'emissione di titoli fatta da imprese produttive per finanziare investimenti di crescita (o di innovazione) che comportino aumenti di capitale, e anche (almeno da un punto di vista concettuale) aumenti di valore di titoli che rispecchiano investimenti di crescita autofinanziati, per non parlare dei flussi correnti di produzione di immobili (beni artistici, gioielli, ecc.) nuovi, costituiscono ricchezza produttiva. È da notare che, in generale, i titoli proprietari rappresentativi di accrescimenti di ricchezza produttiva costituiscono una frazione esigua di quelli di ricchezza improduttiva descrittivamente simili scambiati in ciascun periodo. Ad esempio, le emissioni per anno di azioni o obbligazioni di imprese produttive fatte per finanziare aumenti di capacità produttiva sono una frazione davvero infima del totale dei titoli dello stesso tipo scambiati nello stesso anno. Il rapporto tra case di nuova costruzione e case compravendute per anno è senz'altro maggiore, ma sempre molto basso (diciamo dell'ordine di pochi punti percentuali).

² L'esempio è costruito per far comprendere a qualunque lettore attento il nucleo centrale di una rappresentazione dell'economia nell'ambito della quale le dinamiche sistemiche sono condizionate dai possibili e diversi comportamenti dei suoi autonomi protagonisti. L'esempio, naturalmente, deriva da una rappresentazione algebrico-formale generale – della quale non do qui conto – non vincolata ai particolari, semplici e irrealistici numeri usati nell'esempio. Tale rappresentazione è rivolta a mostrare un quadro di compatibilità entro vincoli di coerenza (come viene di solito fatto nei modelli di crescita regolare); essa non costituisce quindi un “modello” nel senso abitualmente attribuito a tale termine nella comunità degli economisti, che cercano “leggi” e risultati determinati.

³ I policy maker extra-europei sono molto più pragmatici e meno trasparenti di quelli dell'Unione Europea, che sono invece costretti, dal loro stesso contesto pattizio, ad essere più espliciti e, al contempo, rigidi. Ciò spiega perché sia più facile discutere il loro stato di confusione concettuale.

⁴ Di qui l'insistenza sulle c.d. “riforme strutturali”; di qui il prevalere, nell'ambito delle politiche della Commissione, dei settori di governance che presiedono alla concorrenza e alla costruzione del mercato unico, mentre le azioni di policy degli Stati membri vedevano restringersi di fatto i loro margini di autonomia, in parte per ef-

fetto delle emergenti regole europee in materia di concorrenza e, in misura forse maggiore, dal restringersi delle risorse di bilancio.

⁵ Per aggirare il divieto era infatti sufficiente indurre le banche a farlo per essa e gli strumenti non mancavano.

⁶ Tali indicatori (dall'aumento del prezzo delle materie prime al tasso di cambio, dalla dinamica salariale ad altre variabili macroeconomiche), mai quantitativamente definiti nei loro pesi relativi, sono riguardati come fattori che, nel breve periodo, possono alterare la relazione di fondo, interamente monetaria, tra variazioni di M3 e tasso di inflazione.

⁷ Ciò suggerisce che la correlazione positiva tra M3 e inflazione degli anni novanta sia venuta meno negli anni duemila (fatto negato dalla BCE ancora nel 2008).

⁸ Devo questo quadro quantitativo ad Alessandro Bachi (*La liquidità in eccesso nell'area euro: cause e conseguenze*, Tesi di laurea magistrale, 2010).

⁹ Basti in proposito pensare all'atteggiamento critico della maggior parte dei grandi Paesi (e di quelli europei in particolare) nei confronti della decisione USA di monetizzazione del deficit pubblico da parte della FED, ponendo ciò in collegamento con la loro incapacità di sollevare, quanto meno, qualche dubbio in merito ai comportamenti appena ricordati della BCE e sulle “verità” da essa rivelate. Difficile poi spiegare come non emerga il dubbio che la probabilità che la Grecia possa uscire dalla crisi, facendo diminuire il rapporto debito/PIL, sia bassa, visto che quel Paese viene stretto nella morsa degli effetti recessivi delle cure di cavallo ad essa prescritte (in dettaglio e a dispetto della sovranità politica di quel Paese) e degli alti tassi di interesse cui i titoli del debito possono essere rinnovati.

¹⁰ È quanto meno grottesco che le pressioni per il contenimento dei deficit pubblici permangano e, anzi, si accentuino anche quando essi aumentano per effetto dei salvataggi di banche e istituzioni finanziarie. Infatti, in tal modo, sono i generici cittadini contribuenti che vengono chiamati a pagare per gli eccessivi deficit di altri soggetti privati.

¹¹ Ipotesi ripresa positivamente anche da Keynes del *Treatise of Money* e, secondo molti, non incoerente con la rappresentazione dell'offerta di moneta della Teoria Generale.

¹² Notevole eccezione a questo modo di vedere è costituito dalla domanda di moneta a scopi speculativi di Keynes. Questa domanda va a mio avviso riguardata come un aspetto della spinta all'arricchimento, esito ultimo degli impieghi speculativi. Purtroppo la limitazione degli impieghi di moneta, nella Teoria Generale, nello scambio solo con titoli obbligazionari, amputa le potenzialità aperte dalla teoria della domanda di moneta. La moneta infatti, come meglio spiegherò, viene sistematicamente usata anche per acquistare titoli rappresentativi di ricchezza improduttiva.

¹³ Ciò che aiuta a capire perché Wicksell fosse portato a dare per scontato che il circuito della moneta si chiudesse a fine periodo.

¹⁴ Nei testi istituzionali di macroeconomia gli investimenti lordi stanno, in valore, nella variabile “I” che compare nella nota equazione $Y=C+I$, in cui Y è il reddito monetario pari al prodotto monetario e C è il valore monetario dei consumi. Ed invece il valore degli investimenti sostitutivi deve essere conteggiato in C . C è infatti eguale a $p_c q_c$ (prezzo dei beni di consumo moltiplicati per le relative quantità), dove p_c include pro quota gli ammortamenti, di norma pari al valore degli investimenti sostitutivi. Del resto Domar, uno dei padri fondatori della teoria della crescita, dava per scontato quanto appena detto: agli effetti del finanziamento degli investimenti andavano considerati solo gli investimenti netti (quelli che io chiamo “investimenti di crescita”); inoltre per lui andavano conteggiati anche i risparmi delle imprese (l’autofinanziamento) e non solo quelli delle famiglie.

¹⁵ È la diacronia tra spese e incassi che giustifica la presenza di moneta. Per questo Wicksell introduce, genialmente, una sequenza debito-pagamenti salariali-domanda-incassi-restituzione all’interno del periodo. Ciò (equivalente a quello che diverrà noto in seguito come “vincolo di Clower”) serve per escludere condizioni di baratto.

¹⁶ Non mi risulta – ma si tratterà sicuramente di mia ignoranza – che in sede teorica la dipendenza dei prezzi relativi dalla struttura dei finanziamenti sia mai stata considerata.

¹⁷ Giova ricordare come Wicksell abbia giustamente messo in luce che i depositi non costituiscono il presupposto degli impieghi, ancorché ciò possa apparire considerando un sistema statico e osservando fenomeni quali la regolamentazione delle riserve. È l’esistenza di moneta, invece, e quindi a monte la sua creazione, che costituisce il presupposto dei depositi. Se non vi fosse moneta creata, infatti, non potrebbero esservi depositi. La priorità cronologica e causale della creazione di moneta appare invece chiara ove si consideri un’economia in movimento e che vede crescere nel tempo i valori monetari delle varie grandezze che la costituiscono.

¹⁸ Il tasso di inflazione della ricchezza improduttiva può essere mascherato dalla creazione di nuovi titoli finanziari derivati, sempre connessi ad impieghi in ricchezza improduttiva, che diluisce la base di riferimento.

¹⁹ Ciò risulta astrattamente visibile sul piano concettuale per il fatto che un quadro di crescita stazionaria richiede che i rapporti tra le grandezze del sistema siano costanti nel tempo.

²⁰ Sono tali conoscenze che rendono infatti possibile percepire opzioni innovative (che per definizione corrispondono a cose che non ci sono) e, soprattutto, svilup-

parle fino a trasformarle in business effettivi; ed è ancora la cultura, dal lato dell’ambiente e dei consumatori, che crea mercati più captivi nei confronti dell’innovazione (Amendola e Bruno 1990).

²¹ Un transitorio aumento del tasso di inflazione è fisiologico nel caso di accelerazione del tasso di crescita. Esso deriva dal fatto che – come ho mostrato – la domanda aumenta proporzionalmente ai salari totali (quelli che remunerano lavoro indiretto e diretto), mentre la produzione dei beni di consumo non può che crescere in un secondo tempo, quando le macchine addizionali entreranno nella capacità produttiva.

²² *Economic Dynamics*, pp.119-21.

²³ Esistono spunti convincenti in letteratura, a cominciare da contributi quali quelli di Rosenstein Rodan o di Richardson che, pur non prendendo in piena ed esplicita considerazione il “time to build”, consideravano incisivamente il ruolo strategico dei rapporti di complementarità e delle relazioni di coordinamento che entrano in gioco nell’indurre o scoraggiare le decisioni di investimento. Per un discorso che integra i fattori di complementarità intersoggettive con quelli di complementarità intertemporale si veda Amendola, Bruno, Gaffard 2010.

²⁴ Non è casuale che le banche centrali, nei loro modelli econometrici, continuino a stimare, anche se non necessariamente a pubblicare, i moltiplicatori.

²⁵ Basti in proposito pensare ai “numeri” del patto europeo di stabilità, per non parlare dei ministri del tesoro che si mostrano aperti a modifiche delle leggi in materia di bilancio “... purché resti invariato il saldo”.

²⁶ La controversia riguarda le implicazioni del debito sul regime dinamico dei risparmi, visti come fattore che limiterebbe gli investimenti. Data la tesi sostenuta in questo mio articolo sul presumibile eccesso di risparmi sugli investimenti produttivi, la questione mi sembra poco rilevante. Per una equilibratissima rassegna delle questioni coinvolte si veda la voce “Debito pubblico”, scritta da Luigi Spaventa, sul sito Treccani.

²⁷ Queste considerazioni aiutano a capire come – sembra – si sia arrivati recentemente ad una sospensione dei vincoli dell’art. 101 del Trattato. Esse chiariscono anche perché si cominci a parlare della possibilità di emettere euro-bonds da sottoscrivere da parte della BCE. Si capiscono anche meglio le ragioni dell’opposizione tedesca a queste idee, nonché l’infondatezza e la miopia di tali ragioni.

²⁸ Sebbene le cronache narrino che è più facile imporre sacrifici a Stati e regioni piuttosto che ai manager delle banche.

Note bibliografiche

- AMENDOLA M., BRUNO S., *The behaviour of the innovative firm: Relations to the environment*, in «Research Policy» 19, n.5, 1990.
- AMENDOLA M., GAFFARD J.L., *Innovative Choice*, Basil Blackwell, Oxford 1988.
- , *Out of Equilibrium*, Clarendon Press, Oxford 1998.
- , *The market way to riches: behind the myth*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham 2006.
- AMENDOLA M., BRUNO S., GAFFARD J.L., *Hicks and Richardson on industrial change: analysis and policy*, in Gaffard J.L. and Evens, S. (Ed), “Innovation, Economic Growth and the Firm”, p. 30-44, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham 2010.
- BÖHM BAWERK, E.R. von, *Positive Theory of Capital*, Trasl. 1891, Macmillan & Co., London 1889.
- DOMAR, E.D., *The Problem of Capital Accumulation*, in «American Economic Review», 1948, ripubblicato in *Essays in the Theory of Economic Growth*, Oxford Un. Pr., 1957, pp. 109-122.
- GRAZIANI A., *The theory of the monetary circuit*, Thames papers of economics, 1-26, 1989.
- HARROD, R.F., *Economic Dynamics*, Mac Millan, London 1973.
- HAYEK, F.A. von, *Prices and Production*, second and revised enlarged edition (first edition 1931), Lowe and Brydone Printers Limited, London 1935.
- , Economics and Knowledge, in «Economica», pp. 33-54, 1937.
- HICKS, J.R., *Capital and Growth*, Clarendon Press, Oxford 1965.
- , *Capital and Time*, Clarendon Press, Oxford 1973.
- KEYNES, J.M., *A Treatise on Money*, Macmillan, London 1930.
- , *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan Cambridge University Press, 1936.
- LERNER, A.P., *Functional Finance and the Federal Debt*, in «Social Research» 1943.
- , *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*, Macmillan, New York 1944.
- MESSORI M., *Le circuit de la monnaie: acquis et problèmes non résolus*. In: Arena R., Graziani A. 246, “Production circulation et monnaie, Presses Universitaires de France, Paris, 1985.
- MINSKY, H. P., “The Modeling of Financial Instability: An introduction”, *Modelling and Simulation*, 1974.
- , “The Financial Instability Hypothesis: A restatement”, *Thames Papers on Political Economy*, 1978.
- MINSKY, H. P., *Stabilizing An Unstable Economy*, Yale University Press, 1986.
- OZGÜR ORHANGAZI, *Financialisation and the U.S. Economy*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, Giugno 2008 b.
- RICHARDSON, G. B., *Information and Investments: A Study in the Working of the Competitive Economy*, Oxford University Press (prima edizione 1960) 1997.
- ROBERTSON, M.A., *Banking Policy and the Price Level*, Augustus Kelley Publishers 1926 (Reprinted 1989).
- ROSENSTEIN RODAN, P., 1943, *Problems of Industrialization of Eastern and South-Eastern Europe*, in «Economic Journal», June-September 1943, 53, 202-211.
- TOBIN, J., *Money and Economic Growth*, in «Econometrica», 1965.
- WICKSELL K., *Interest and prices*, A.M. Kelley, New York 1898.