



**Dipartimento di Economia**

# Working Papers

---

No. 4 (October 14, 2009)

---

La crisi e le responsabilità della teoria  
economica: la paura della complessità

Sergio Bruno

## **Editorial board**

Margherita Carlucci; Claudio Sardoni; Luigi Solivetti; Giuseppe Venanzoni.

# La crisi e le responsabilità della teoria economica: la paura della complessità

Sergio Bruno<sup>♦</sup>

## Abstract

The debate on the financial crisis risks to hide the black holes which are nested in accepted theories and policy guidelines. Among such black holes there are important issues: how money is created in a growing economy, which is the role of wealth assets not linked with current production, which are the relations between such phenomena and monetary savings, how chronological time affects production and in its changes, how the emergence of sophisticated contracts and the explosion of discretionary behaviours have complicated the problem of coordination. The paper, which aims at reaching an audience of social scientists wider than the economists' community, shows that the endogenous creation of money for financing the productive activities (Wicksell) is unlikely to be sufficient to feed a moving economy. Additional money is likely to be needed. It can be provided by public deficit or by credit going to finance speculative investments. In the meanwhile monetary savings have a high probability to result, in developed economies, in excess with respect to productive investments. These interrelated elements may imply an inflation concerning the prices of unproductive assets and a possible displacement of real activities. However, while the inflation concerning productive flows is considered as an evil, everybody seems to be happy when the values of assets not directly connected with current production increase, and the central banks end up admitting that they support such tendencies. The paper discusses how we ought to revise policy strategies, favouring a non-Keynesian policy of deficit spending linked to long lasting programs and adopting banking policies for the financing of industrial projects.

---

<sup>♦</sup> Dipartimento di Economia – Sapienza Università di Roma. E-mail: Sergio.bruno@uniroma1.it



Il dibattito sulla crisi ruota intorno al riconoscimento che vi sono stati errori nell'estendere i principi di deregolamentazione ai mercati finanziari, dopo che avevano dato buone prove in altri mercati, e all'ammissione, in momenti di crisi come quello attuale, di eccezionali interventi pubblici. Viene così mancato il bersaglio primario, costituito a mio avviso dai vuoti della teoria economica per quanto riguarda, in sede di rappresentazione sistemica, i modi della creazione di moneta, la circolazione della ricchezza non immediatamente connessa alla produzione (titoli finanziari già emessi, proprietà immobiliari, ecc.), i rapporti tra risparmio e tali fenomeni, il ruolo del tempo storico nei fenomeni produttivi, nelle loro dinamiche, nei loro cambiamenti, e soprattutto i problemi di coordinamento che si pongono quando le società divengono più articolate e complesse.

Altri bersagli, quali gli errori delle autorità di policy, si pongono solo a valle di tali vuoti, che vorrei qui tentare di esaminare rivolgendomi non tanto agli economisti ma ad una platea più ampia di ricercatori sociali. Le ragioni di una tale scelta sono molteplici. I vuoti della teoria economica, in particolare del paradigma neoclassico dominante, sono il presupposto del consenso sulle politiche che ci hanno condotto dove siamo. Tuttavia i vuoti riguardano anche altri paradigmi, come quello classico, ricardiano o marxiano che sia, e quello keynesiano, che hanno ispirato la maggior parte dei commenti critici sulle questioni attinenti la crisi da parte degli epigoni moderni di tali paradigmi. Ebbene a mio avviso anche tali approcci alternativi, pur essendo ricchi di riflessioni utili, hanno appena sfiorato gli elementi di complessità delle moderne società e i deficit analitici più sopra ricordati. In base all'esperienza secondo la quale gli eretici sono più malvisti dei miscredenti, non mi attendo quindi comprensione e accoglienza favorevole da parte degli economisti. Al contempo 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.

C'è molto da lavorare. I suggerimenti da riprendere –sosterrò - vanno cercati al di fuori delle tradizioni più consolidate, in studiosi del passato sporadicamente citati ma mai approfonditi in tempi recenti, quali Böhm Bawerk, Wicksell e la Scuola di Stoccolma, Hayek, Hicks, Robertson, Lerner, mentre il pensiero di tutti tali autori, insieme a quello di Keynes, va al contempo emendato dei numerosi limiti, quasi sempre connessi alla eccessiva semplicità delle società che venivano rappresentate. La crisi, quindi, è qui un mero spunto di partenza, utile solo nella misura in cui ha richiamato attenzione su elementi di fragilità delle nostre economie, rendendoli di comune conoscenza.

### **Flussi di beni reali, ricchezza improduttiva, moneta**

L'elemento che ha, quanto meno, scatenato la crisi è la crescita, ex post considerata eccessiva, dei valori immobiliari e finanziari; si tratta cioè di valori che, con l'eccezione di una frazione, relativamente modesta rispetto agli stock esistenti, di emissione di titoli da parte di imprese produttive e di nuove costruzioni edilizie, riguardano "oggetti" che non hanno direttamente a che fare con i fenomeni produttivi, e che convenzionalmente chiamerò "ricchezza improduttiva", senza connettere qui al termine "improduttivo" nessuna accezione di per sé negativa. Si tratta di oggetti che nel sistema "già esistono", al contrario di tutto ciò che ha a che fare con i flussi produttivi e i servizi reali: macchine, produzione di beni, servizi reali, ecc. -tutti oggetti, questi ultimi, che invece devono essere effettivamente costruiti in un tempo cronologico rilevante, divenendo a volte flussi di cose utili che vengono consumati entro un lasso di tempo

relativamente breve (capitale circolante), ed altre volte macchine, capitali in senso fisico e tecnico (capitale fisso). Dal punto di vista finanziario connessi a tali ultimi oggetti sono solo le emissioni di nuovi titoli (o loro equivalenti) allo scopo di finanziare investimenti reali.

Gli assetti di ricchezza improduttiva, con rarissime eccezioni, non vengono inclusi nei modelli sistemici degli economisti. La crescita di questi 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. E’ poi una mera proiezione sociale l’applicare questi indici all’intero stock dei vari tipi di ricchezza. Il fatto poi 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 solleva seri dubbi sul funzionamento in pratica del principio di Modigliani e Miller, del tutto corretto in linea di principio, sulla capacità dei valori capitali di riflettere le prospettive di guadagno 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. Solo che mentre l’inflazione che riguarda i flussi di prodotto reale è malvista, quella che riguarda la ricchezza è considerata un bene, anche quando questo secondo indice cresce al di sopra delle prospettive di crescita dei valori (quantità e prezzi) dei flussi. Solo che, ancora, un’offerta di moneta “eccessiva” viene considerata la causa dell’inflazione dei flussi, mentre si tace sugli stock improduttivi.

### **Primo mistero: la creazione della moneta nel tempo**

Eppure, sulla questione della creazione di moneta si assiste ad un imbarazzante reticenza. Chi la crea, con quali meccanismi, nelle mani di chi la moneta viene messa, per farci cosa? Trascurando la “manna che cade dal cielo” e le “banconote lanciate dall’elicottero”, allegorie diffuse in una vecchia (ma non tanto) letteratura che aveva un bisogno disperato di neutralità della moneta, 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 (a): quando la banca centrale compra titoli immette moneta. Vero. Ma come si spiega la presenza di titoli? Quando sono stati emessi non è forse stata “sottratta” moneta dal sistema? E’ chiaro che occorre spiegare non tanto la crescita della moneta, bensì quella della liquidità, fatta di titoli e di moneta, nel tempo, quanto meno in una economia che, come quelle di cui si parla, cresce nel tempo sia in termini reali che in termini di valori monetari.

La seconda risposta è certamente corretta, ma attenzione! Stiamo parlando di un deficit pubblico a fronte del quale non si devono emettere titoli (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, non dovrebbe dar luogo al pagamento effettivo di interessi. Tale “deficit spending”, che possiamo convenire di chiamare “monetario”, dovrebbe divenire allora la prassi comune, necessitata e accettata ovunque, se si ritiene (come tutti ritengono) che il sistema non possa crescere a prezzi monetari che diminuiscono.

Ma allora che dire del “divorzio” voluto dalle banche centrali per forzare le 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 deficit? 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 (1965), consideravano il deficit spending come l'unico meccanismo di creazione della moneta?

### **L'eguaglianza risparmi investimenti: è davvero una indefettibile regola?**

Gli economisti sono stati formati a pensare come indefettibile l'eguaglianza tra risparmi e investimenti; la maggior parte di essi pensa tale eguaglianza come condizione per l'esistenza 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. (Data la deperibilità del grano, infatti, non poteva trattarsi che di 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. (Sia pure in modo diverso, comunque, l'eguaglianza risparmi investimenti era alla base anche del costrutto keynesiano).

Di qui diviene facile scivolare nel pensiero sciatto di dare per scontato che quale che possa essere il risparmio, in particolare il risparmio delle famiglie, esso non possa che essere assorbito dalle imprese, senza che il risparmio monetario possa accumularsi nel tempo, pur essendo la moneta, al contrario del grano dei classici, non deperibile. Se infatti il flusso di risparmio offerto viene assorbito dal flusso totale di risparmio che viene domandato per consumarlo o investirlo, non vi è spazio per l'accumularsi nel tempo a livello sistemico di moneta/risparmio non utilizzati produttivamente. E' interessante notare che questo pensiero latente prescinde dal fatto che si pensi o meno il sistema in crescita.

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. Ogni forma di conservazione della liquidità osservabile, quali ad esempio i depositi bancari, sarebbero dunque una sorta di fatto frizionale, una frazione del valore dei flussi produttivi. Questo è del resto 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 offerte.

Vi sono per contro elementi di contraddizione che andrebbero presi in seria considerazione. Essi derivano indirettamente dalla teoria della crescita, dall'analisi delle motivazioni al risparmio, dalle regole capitalistiche che concedono autonomia alle imprese in forma societaria rispetto ai soci.

## **I limiti al risparmio trasferibile alle imprese produttive**

Il fabbisogno di risparmio per investimenti reali dipende dai parametri tecnologici, in particolare quelli di produttività, e –come argomenterò più oltre- dal tasso di crescita; è difficile pensare che i fattori che determinano il risparmio –che sembrano avere a che fare con motivi precauzionali (come posto in risalto da Keynes) e con la spinta ad accumulare ricchezza (come l’uomo della strada pensa)- siano capaci di adattarsi, più o meno istantaneamente, a variazioni dei parametri tecnologici e del tasso di crescita. La cartina di tornasole per argomentare quest’ultima osservazione è il caso di crescita nulla, nel quale, secondo la teoria della crescita, il fabbisogno di risparmio per investimenti dovrebbe essere nullo. Onestamente, chi pensa che, se e quando l’economia ristagna, per questo le famiglie riducano il loro risparmio aggregato a zero? Non a caso –si può dire- Keynes aveva pensato ad una qualche forma di “preferenza per la liquidità” del tutto indipendente dalle condizioni di crescita.

E’ tuttavia il risvolto nascosto di quanto appena detto che costituisce il maggiore problema. E’ arduo ritenere che i risparmiatori (e le banche intermediarie) siano disponibili a trasferire sistematicamente i loro fondi ad imprese che non riescono nemmeno a recuperare tutti i costi, di cui fanno parte anche i costi a suo tempo affrontati per disporre di capacità produttiva. A tasso di crescita zero, infatti, le imprese dovrebbero essere in grado di finanziare i propri investimenti riproducibili con i proventi da vendita, mediante l’imputazione degli ammortamenti nei prezzi. Se non ci riescono sono destinate prima o poi a ridimensionarsi o a fallire. Al contrario del capitalista delle rappresentazioni classiche, le moderne imprese in forma societaria hanno una sorta di obbligo istituzionale a sopravvivere; un vincolo storicamente imposto in cambio della concessione dei vantaggi costituiti dalla responsabilità limitata per i soci che non amministrano. I trasferimenti di risparmio alle imprese con il finanziamento di titoli di nuova emissione (o loro equivalenti) hanno senso solo per finanziare gli investimenti dedicati alla crescita, non per ripianare i disavanzi correnti.

In conclusione su questo tema ritengo vi sia molto da riflettere in merito alle tante possibilità che investimenti produttivi e risparmi possano divergere. Robertson, in una serie di trascurati contributi a partire dal 1926, ha arato in modo interessante (ancorché di difficile lettura) soprattutto il caso di insufficienza dei risparmi intenzionali rispetto agli investimenti intenzionali, che si può presentare soprattutto in casi di espansione. Si tratta, certo, di lavorarci ulteriormente in condizioni di crescita continua anziché di meri spostamenti puntuali dei livelli di equilibrio. In ogni caso i contributi di Robertson mettevano in evidenza come la convergenza verso un dato stato dei prezzi relativi di equilibrio, astrattamente associabile ad un sistema di baratto, possa aver luogo con intensità cicliche e in tempi diversi a seconda della flessibilità con cui le autorità monetarie adattano l’offerta di moneta. Quei contributi mettevano anche in luce come le politiche che perseguono rigidamente la stabilizzazione dei prezzi non sono quasi mai le migliori; monito, questo, che avrebbe dovuto meglio essere considerato dalle moderne Autorità monetarie.

## **Il caso di risparmi eccedenti**

Meno coltivato a mia conoscenza è invece il caso, che ritengo più probabile nelle moderne economie sviluppate, di eccedenza dei risparmi. E’ intorno a questo tema che, a mio avviso, si nasconde la maggiore responsabilità della teoria economica: ciò che chiamerei, per più di una ragione, “il grande vuoto”. Parziale eccezione, anche in questo caso, Tobin (1965), che considera gli investimenti produttivi sistematicamente inferiori al risparmio monetario a causa del fatto che quest’ultimo alimenta anche scorte di liquidità.



La prima cosa che metterei in evidenza è che, dal punto di vista del finanziamento degli investimenti produttivi, non conta il tasso di risparmio, bensì, e solo, 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”). Almeno da un punto di vista descrittivo, infatti, i risparmiatori sono oggi liberi di scegliere come impiegare il loro risparmio. Da che nasce allora il carattere necessitato, usato dagli economisti, 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 altri impieghi alternativi e che questo possa avere effetti rilevanti sul funzionamento del sistema complessivo.

In letteratura sembra esistere, ma solo occasionalmente, la consapevolezza del fatto che i risparmi vengono impiegati anche per l’acquisto di assetti di ricchezza già esistenti, cambiandone eventualmente il valore, ovvero che essi possano andare ad acquistare titoli del debito pubblico. Ma si tratta di eccezioni che definirei “locali” che non hanno mai incrinato il nocciolo duro della teoria macroeconomica (come ad esempio il dibattito sulla possibilità che le emissioni di debito pubblico spiazzino gli investimenti privati, ovvero quello sulla possibilità –il c.d. “effetto ricchezza”- che il “sentirsi più ricchi”, indipendentemente dal reddito, possa spingere a maggiori consumi).

### **Il vaso di Pandora**

Prima di riflettere sulle possibili ragioni storiche di questo “grande vuoto” fissiamone taluni aspetti cruciali.

Esiste la possibilità che i risparmi siano eccessivi, sottraendo alimento alla domanda di beni di consumo (il “lacking” di Robertson). Esiste, e la cosa interessante è che può trattarsi di un fenomeno contestuale al precedente, la possibilità che i trasferimenti di risparmio alle imprese per il finanziamento dei loro investimenti produttivi siano insufficienti, pur essendo magari il risparmio eccessivo.

Esiste, peraltro, anche la possibilità che il sistema bancario crei, lungo linee in qualche misura corrispondenti alle indicazioni di Wicksell, la moneta sufficiente a colmare i fabbisogni di finanziamento produttivo delle imprese. Questa possibilità tuttavia, se rimuove il vincolo di risparmio ex ante, trasferisce problemi di aggiustamento a valle ed è lungi dall’essere neutrale. Il circuito monetario concepito da Wicksell, come meglio vedremo, non si chiude a fine periodo, come da lui immaginato, quando esiste risparmio da parte dei lavoratori e si vuole, al contempo, che il quadro teorico contempli il pagamento in moneta di profitti e interessi (come altri studiosi più recenti –appartenenti alla teoria del circuito monetario, e detti a volte “circuitisti”- hanno chiarito). La mancata chiusura del circuito (sulla quale tornerò) obbliga sul piano analitico ad abbandonare il sottostante schema di baratto e ad ammettere l’esigenza di ulteriori meccanismi di iniezione di moneta. Inoltre, sempre nel caso di insufficiente trasferimento dei risparmi alle imprese, esiste la possibilità che i prezzi praticati dalle imprese consentano di autofinanziare, in tutto o in parte, gli investimenti di crescita.

Esiste anche, sempre contestualmente, la possibilità che i deficit monetizzati del settore pubblico compensino gli effetti negativi che il lacking può avere sulla domanda di beni di consumo.

In ogni caso i risparmi eccedenti sono in cerca di impieghi, ulteriori rispetto ai depositi e al tesoreggiamento puro; tali impieghi possono essere l’acquisto di assetti di ricchezza esistenti. Se

la frazione di questi stock che viene richiesta per periodo eccede la frazione di essi che viene ceduta, tali assetti aumentano di valore (capital gains), rendendoli ancora più appetibili. Ciò che aiuta a comprendere come queste opportunità di guadagno possano in talune congiunture cicliche (Minsky) indurre non solo generici agenti, ma le stesse imprese produttive, e perfino le banche, a preferire questi investimenti speculativi, spiazzando quelli produttivi.

Un vero vaso di Pandora, dunque, dischiuso da semplici “fatti d’osservazione” che conducono ad ammettere, con altrettanta semplicità, una possibile divergenza tra risparmi e investimenti produttivi; un vaso che non è facile “mettere in ordine”, da cui non è detto possa derivare una soluzione unica “di equilibrio” (destinato comunque ad essere fragile e precario), che non dischiude indicazioni univoche e semplici di policy.

### **Paura di volare?**

E’ forse proprio la paura di questo apparente grande caos (in cui proverò a mettere qualche ordine) che aiuta a capire le ragioni del grande vuoto. Il grado di complessità dei modelli teorici è esponenzialmente correlato con il grado di scomposizione sociale che essi incorporano. Al contempo 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.

La scomposizione sociale della rappresentazione classica è –come dicevo- semplice: capitalisti, rentiers, lavoratori, baratto; è certo possibile, in quello schema, che una parte del surplus di grano sia usato per acquisire ricchezza improduttiva, ma si tratta, in fondo, di una redistribuzione di consumi tra capitalisti e/o tra rentiers che non influenza le grandezze produttive, sicché le variazioni di valore in grano delle ricchezze improduttive, pur possibili, non vengono considerate interessanti e non lasciano eredità rilevanti sui periodi futuri.

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.

Questo moltiplicarsi di protagonisti decisori avrebbe dovuto porre al centro dell’attenzione il crescere di complessità dei problemi di coordinamento. A fronte di ciò e nel suo bisogno di semplicità e determinismo, la teoria economica ha finito invece per arroccarsi sulla capacità di autoregolazione ottima della mano invisibile. Il tasso di interesse, di conseguenza, equilibrerebbe i flussi, sarebbe dunque un semplice prezzo che risponde alla legge della domanda e dell’offerta e non, come invece a tutti appare, una variabile discrezionale controllata dalle banche centrali. Le riflessioni in senso contrario, indotte soprattutto da Keynes, vengono di conseguenza seppellite rapidamente in quanto “imbarazzanti”.

La ricchezza e la massimizzazione del suo valore, che all’uomo della strada (e del resto nella letteratura mondiale che si affanna a catturare i moti dell’animo umano) appaiono essere la molla dell’agire economico, anche per la evidente correlazione tra ricchezza e potere, non sembrano ai paradigmi economici poter essere un motore sufficientemente razionale. Razionale sarebbe solo la massimizzazione nell’arco del tempo dell’utilità tratta dal consumo e la ricchezza non potrebbe che essere rispetto a ciò vicario strumento. Quindi una variabile non rilevante, se non per brevissimi lassi di tempo, nel determinare la dinamica delle grandezze produttive.

Quello che è certo è che il contesto a prima vista caotico delineato più sopra è idoneo a cogliere dei fenomeni che sono invece idiosincratici rispetto al paradigma tradizionale. Tra questi vi sono i fenomeni che hanno preceduto la crisi e si sono poi palesati con essa.

Negli ultimi anni, infatti, la maggior parte dei paesi avanzati cresceva fiaccamente in termini reali, mentre i valori degli stock di ricchezza improduttiva crescevano vistosamente di più, segno palese di un afflusso di moneta nei mercati speculativi; parziale eccezione dal punto di vista della crescita il caso gli USA, contrassegnato tuttavia da forti afflussi di liquidità in cerca di impieghi dal resto del mondo.

Ovunque, inoltre, i fallimenti di banche e intermediari finanziari sono iniziati quali conseguenza di impieghi incauti negli assetti di ricchezza improduttiva e sono state all'inizio relativamente poche, ancorché significative, le crisi originate nel settore reale. Dopo di che la crisi di origine finanziaria si è trasmessa al campo reale.

Tutti fenomeni, questi, che hanno difficoltà a “trovare accoglienza”, in termini di modelling teorico, negli schemi tradizionali.

### **Produrre prende tempo**

Che dire del lato delle decisioni riguardanti la produzione? Anche qui si può dire che la gli economisti hanno preferito nascondere la testa sotto la sabbia.

Se vi è un fatto di cui non solo ogni imprenditore, ma pressoché qualsiasi uomo della strada, ha piena consapevolezza, è che “produrre prende tempo”; lo prende sempre, ma in particolare lo prende la costruzione della capacità produttiva; inoltre, nella lunga catena di relazioni tra input e output, ogni input deve essere terminato prima di poter essere usato per produzioni ulteriori. Questo implica che nell'economia, in qualsiasi intervallo di tempo, accanto alla produzione di beni di consumo e ai lavoratori che li producono (lavoro diretto), esistono beni in processo (tra questi macchine in processo) che serviranno ad effettuare produzioni di beni di consumo in futuro, ed esistono lavoratori che li producono (lavoro indiretto), come aveva posto bene in evidenza fin dalla fine dell'800 Böhm Bawerk.

La presa d'atto di questa realtà è di cruciale importanza da molti punti di vista:

- (i) 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 in processo; qualsiasi disturbo di tale continuità ordinata è destinato a ripercuotersi sulle produzioni future, introducendo elementi ciclici o potenziali fattori di crisi.
- (ii) Quanto appena detto è sufficiente a ribaltare la gerarchia di importanza delle decisioni di produzione. Le decisioni importanti sono quelle dette “di lungo periodo”, mentre quelle di breve (quanto produrre nel periodo) sono relativamente banali, essendo condizionate (verso l'alto) dalla capacità produttiva ereditata, sulla quale non è possibile agire (bygones are bygones). Inoltre le decisioni di avviare o continuare la lavorazione di beni in processo non solo non possono che basarsi su aspettative di lungo periodo, ma, data l'esigenza di ordinata continuità rammentata più sopra, non possono che essere influenzate da aspettative di trend, piuttosto che da valori attesi in date puntuali. Cosa più importante è
- (iii) che la rappresentazione del sistema in condizioni di equilibrio porta ad equivocare sulla questione del tempo. In condizioni statiche il fatto che ciascuna attività produca quanto deve assicurare all'attività a valle gli input che le servono nello stesso periodo, sicché il tempo per produrre non sembra, per un errore percettivo, rilevare (Amendola e Gaffard 1988). Più o meno un fenomeno analogo si ha in caso di crescita uniforme, ma in questo caso il rapporto tra input e output (il rapporto tra lavoro indiretto e lavoro diretto), lungi dall'essere meccanico e dipendente

solo dai parametri tecnici della produzione materiale, come siamo abituati a ritenere anche a partire degli usi prevalenti che vengono fatti della matrice leontieviana, è tanto più elevato quanto maggiore è il tasso di crescita, in virtù del fatto che, mentre l'output è funzione della produzione del periodo, a parità di produzione presente l'input, che è funzione della accresciuta produzione futura, è più elevato e lo è tanto più quanto più elevato è il tasso di crescita (tecnicamente: si tratta infatti di una funzione crescente del tasso di crescita).

(iv) Ma quando intervengono cambiamenti –siano essi dovuti alla costruzione di innovazioni ovvero ad accelerazioni del tasso di crescita- l'apparente sincronia tra produzione di input e produzione di output viene meno, il fabbisogno di lavoro indiretto aumenta, il rapporto tra ricavi e costi a parità di prezzi non può che diminuire, facendo aumentare, in una economia monetaria, il fabbisogno di finanziamento delle imprese. Non è questo tuttavia il solo effetto dei cambiamenti. La perdita di sincronia che ne consegue, quella stessa sincronia che impedisce, come si è appena visto, una corretta percezione del ruolo del tempo nella produzione, provoca una rottura nei nessi di continuità che collegano nel tempo i beni in processo alla produzione di beni di consumo (ciò che non può che dar luogo a fenomeni di instabilità dinamica) e, cosa più importante

(v), provoca una tendenziale discrasia tra produzione e domanda di beni di consumo. La domanda di questi ultimi dipende infatti, attraverso i feed-back di reddito, dalla spesa per la produzione complessiva (di beni in processo e di beni di consumo), che cresce inizialmente in misura maggiore di quella dei beni di consumo (al limite la produzione di beni di consumo può perfino diminuire transitoriamente in valore assoluto). Fenomeni, questi ultimi, delineati da Hicks e poi più incisivamente analizzati da Amendola e Gaffard, nel solito sostanziale disinteresse della letteratura dominante.

Alla luce di questo quadro appare evidente come sia sviante il concetto canonico di funzione delle produzioni, alla base del quale vi è quello di una trasformazione istantanea di input in output e, per questa via, di una possibile trasformazione altrettanto istantanea di qualsiasi output in qualsiasi altro output. Questo concetto di trasformazione polivalente ed istantanea non fa che mimare il mercato, dove la possibilità di scambiare tutto con tutto dipende dal fatto che i beni "già ci sono". In tal modo si perde del tutto di vista il problema della produzione e della costruzione della capacità che serve per produrli. Non solo; si perdono di vista anche tutte le questioni che attengono alla specificità dei mezzi di produzione, intesi in senso lato, rispetto alla singole produzioni, rinunciando in tal modo a rappresentare le forme e i comportamenti della moderna concorrenza.

### **Aspettative, quantità, prezzi**

Il quadro dinamico-sequenziale delineato più sopra non rileva solo in chiave critica, ma offre anche indicazioni in positivo. Nel sistema in ciascun periodo vengono prese, anche se non necessariamente dalle singole imprese, decisioni riguardanti la produzione futura. Si tratta di decisioni sulla dimensione della capacità e sulle tecnologie. Esse non possono essere prese su aspettative puntuali, ma (per le ragioni già viste) solo sulla base di trend attesi, né possono derivare da calcoli precisi su prezzi e costi che, data la distanza temporale, non possono essere previsti se non con vaghezza.

E' invece probabile che sia diffusa la consapevolezza da parte delle imprese che, non discostandosi in senso negativo dai comportamenti medi dei concorrenti, vi siano sempre le condizioni per praticare un prezzo adeguato ai costi. Data invece, per effetto delle decisioni pregresse, la capacità produttiva, le decisioni sulle 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 che si presentano, per lo più con una certa attenzione a non scatenare una guerra dei prezzi tra concorrenti.

Keynes ha fatto certamente bene a concentrare la sua attenzione sul breve periodo, data l'importanza della crisi recessiva che era alla base delle sue riflessioni. Il suo torto (veniale in fondo) è stato semmai quello di chiamare "teoria generale" un costrutto teorico focalizzato sul breve periodo. Alla luce di quanto detto in precedenza l'offerta all'interno del periodo di merci e servizi, reale e monetaria, va riguardata come poco più che un "ventaglio di opzioni di offerta", nel quadro di una capacità produttiva data. Il vero problema è la costruzione di capacità.

Il torto della maggior parte di chi è venuto dopo Keynes è stato invece quello di extrapolare le sue indicazioni a contesti di crescita, quasi per definizione privi di capacità produttiva eccedente rilevante e nei quali il nodo è proprio quello della costruzione tempestiva della capacità. Le decisioni relative non possono, per le ragioni enunciate, che essere prese in termini di quantità, sulla base di aspettative affidabili e di aspettative conservative quanto ai possibili prezzi e costi.

### **La domanda monetaria, quella reale, e i suoi protagonisti**

L'affidabilità è il concetto chiave. Accanto ad un numero limitato di imprese che "fanno il proprio destino" in virtù di proprie specificità, vi è la stragrande maggioranza delle imprese che si limitano ad andare con la corrente.

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 e non può importare se la domanda sia privata o pubblica, né, nel caso di domanda pubblica, questa sia finanziata con imposte ovvero derivi da un deficit di bilancio. Pecunia non olet. 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 rileverebbe solo in relazione all'affidabilità.

Queste brevi considerazioni sono più che sufficienti a comprendere la fallacia, al di fuori di casi particolari quale quello considerato da Keynes, dell'uso anticiclico del deficit spending. Il deficit spending è –come dirò meglio più oltre- necessario, ma alla condizione che esso sia monetario e legato a politiche di spesa permanenti, di lungo respiro; in breve, affidabili. Accelerazioni subitanee della domanda pubblica possono avere effetti reali, come indicato dalla letteratura keynesiana e in particolare da Lerner, solo in quei casi limitati in cui vi sia carenza di domanda rispetto alla capacità e alla condizione molto stretta che tale domanda si rivolga a quei mercati in cui tale eccedenza esiste. Anche in questi casi, comunque, occorre attendersi una tensione su mercati diversi da quelli con eccedenza di capacità, per effetto delle interdipendenze reddito/consumo, a meno che la carenza di domanda non sia conseguenza di una *caduta* nel tempo della domanda stessa, nel qual caso l'accelerazione della domanda pubblica ha solo natura sostitutiva della domanda privata venuta meno. Al di fuori di questi casi, da considerarsi relativamente rari in condizioni normali di crescita, le variazioni, sia qualitative che quantitative della domanda pubblica, se non tempestivamente annunciate, hanno un ruolo destabilizzante.

La credenza diffusa che sia il deficit pubblico in quanto tale a generare inflazione nei flussi di merci è, per ragioni analoghe, ancor più fallace. Si ritiene infatti, implicitamente, che la moneta che viene così creata per alimentare la domanda sia maggiore di quanto "il traffico possa supportare". Di qui la scelta, di qualche decennio fa, con il così detto "divorzio" delle banche

centrali, di obbligare i governi ad emettere sempre titoli pubblici per il finanziamento del deficit, lasciando alle banche centrali il compito di regolare, nella loro infinita saggezza, l'offerta di moneta. Un atteggiamento, questo, successivamente istituzionalizzato (quasi "costituzionalizzato") con la statuto della banca Centrale Europea (BCE).

Il quadro prospettato nei paragrafi iniziali di questo articolo suggerisce un atteggiamento più cauto e offre uno scenario più complesso. Il problema non è solo o tanto la quantità di moneta, bensì la quantità di moneta nelle mani di chi per fare cosa, e, va ora aggiunto, quando! E si consideri inoltre che (altra novità!) la creazione di moneta può non andare ad alimentare il circuito produttivo, riversandosi invece in un aumento dei depositi ovvero sui mercati speculativi, e che, di converso, la domanda monetaria privata può essere alimentata da decumulazione di scorte liquide e da moneta che si può creare endogenamente al di fuori di qualsiasi controllo sia delle banche che delle autorità monetarie, come Hayek aveva precocemente capito e messo in luce nei primi capitoli del suo *Prices and Production*.

### **Una testimonianza significativa firmata BCE**

Offro di seguito ai lettori una significativa testimonianza di quanto le osservazioni appena fatte siano plausibili, lasciando la parola alla stessa BCE.

Il primo "pilastro", monetario, con cui la BCE contava fin dal 1999, di contenere il tasso di inflazione annuo intorno al 2%, in presenza di una crescita reale del PIL dell'area Euro del 2-2,5% annuo, si fondava sulla dichiarazione di un valore di riferimento quantitativo preciso per la crescita della liquidità (M3 per gli addetti ai lavori). Tale valore di riferimento è stato fissato al 4,5% tenendo conto dei dati appena detti e di una lieve diminuzione attesa della velocità di circolazione della moneta. Alla prova dei fatti il bersaglio è stato mancato, e anche abbastanza clamorosamente. A partire da un valore iniziale del 5,5% il tasso di crescita della liquidità è sceso al di sotto del valore di riferimento solo per un breve periodo, tra il 2000 e il 2001, per poi oscillare vistosamente intorno al 7-8%, con punte del 10, fino al 2005 (approssimando dall'alto il valore di riferimento solo per due trimestri nella seconda metà del 2003).

La BCE non manca di rilevare il fenomeno (ad esempio Bollettino mensile, Ottobre 2003), giustificandolo con tre motivazioni: "le attuali condizioni di abbondanza di liquidità sono in primo luogo associate alle riallocazioni di portafoglio avvenute fra la metà del 2001 e gli inizi del 2003, in un contesto di elevata volatilità dei mercati azionari e di continuo calo delle quotazioni. In secondo luogo, l'aumento delle disponibilità monetarie liquide è stato incoraggiato dal basso livello dei tassi di interesse. Infine sembra aver avuto un ruolo anche un aumento del risparmio a scopo precauzionale, a fronte dell'incertezza sulle prospettive per l'economia e l'occupazione".

Più cose sorprendono in questo passo (e nella posizione della BCE in generale).

La prima è che, al di là dell'oscurità del linguaggio, si intravede una situazione in cui la borsa va malino, gli investitori finanziari esitano, quelli in campo reale non hanno molta voglia, la BCE lascia le briglie sciolte per evitare una caduta delle borse. Tutte considerazioni ragionevoli. Ma che c'entra la BCE con il sostegno delle borse, visto che l'art.105 del Trattato di Maastricht le conferisce il compito di mantenere la stabilità dei prezzi e solo subordinatamente di collaborare al perseguimento degli altri obiettivi del Trattato, tra i quali il sostegno delle borse non compare (art.2: "...*promuovere uno sviluppo armonioso ed equilibrato delle attività economiche nell'insieme della comunità, una crescita sostenibile, non inflazionistica, e che rispetti l'ambiente, un elevato livello di occupazione e di protezione sociale e la coesione sociale tra stati membri*")?

La seconda cosa è che si evita di parlare di errori nella conduzione della politica monetaria, sia in quel passo sia quando, più tardi si cerca di andare più a fondo della questione (un tantino criptica) chiamata “riallocazioni di portafoglio” (Bollettino mensile dell’Ottobre 2004).

Ma la cosa più sorprendente di tutte, quella che lascia davvero attoniti, è che non viene stabilito alcun collegamento tra il fatto che mentre l’obiettivo di contenere l’aumento della liquidità al 4,5% al fine di tenere sotto controllo l’inflazione (quello che viene pomposamente definito il “pilastro monetario”) è stato mancato, non per questo l’inflazione ha alzato la testa. Il tasso di inflazione tra il 2000 e il 2005 si è mantenuto sostanzialmente costante, oscillando di pochissimo intorno al 2,2%. Di qui il dubbio che il modello che ha condotto a fissare il pilastro, tenuto tra l’altro sorprendentemente fisso per un numero così elevato di anni al 4,5%, sia anche esso sbagliato.

Al di là delle scarsamente velate riserve su ciò che la BCE fa, dice ed omette, mi sembra che la testimonianza lasci ben intravedere il ventaglio di possibilità precedentemente delineato, un ventaglio che non vi potrebbe essere ove l’eguaglianza tra risparmi netti e investimenti produttivi valesse sempre.

### **Le possibili integrazioni del circuito wickselliano**

E’ giunto ora il momento di riprendere il discorso, appena accennato, aperto da Wicksell. Per argomentare la sua tesi principale (che qui interessa poco) rivolta a dimostrare l’origine monetaria dei cicli, Wicksell parte dal presupposto che le banche, nel quadro di una sequenza interna al periodo di produzione, anticipino ad inizio periodo il credito che serve alle imprese per pagare i lavoratori. Questa moneta, che il sistema bancario (ma non la singola banca) può creare a piacere (per Wicksell giustamente il credito –in quanto moneta creata- è il presupposto dei depositi, non l’opposto), serve ad avviare i piani produttivi; dopo di che, lungo una sequenza che non serve qui richiamare nel dettaglio, la moneta passa di mano e finisce per alimentare la domanda di merci; con i conseguenti ricavi le imprese restituiscono il debito, estinguendo in tal modo la moneta creata ad inizio periodo. E’ chiaro che anche per Wicksell, che costituisce una sorta di anello di congiunzione tra approccio classico e neoclassico, vale l’esigenza già considerata di chiudere nel periodo il sistema di scambi, senza che si accumulino moneta nel tempo, riproducendo in tal modo, in un mondo con moneta, le proprietà di un mondo basato sul baratto.

Come è stato evidenziato da Graziani, Messori ed altri (i “circuitisti”), senza peraltro derivarne appieno le importanti conseguenze, il circuito ideato da Wicksell si chiude in realtà solo in casi limite: assenza di risparmio dei lavoratori, assenza di profitto ovvero profitto distribuito in beni anziché in moneta e –aggiungo- in assenza di crescita. Ma è proprio questo il punto di forza dello schema wickselliano, al di là di quanto lo stesso Wicksell riteneva e dei tentennamenti dei circuitisti. Il circuito infatti *non si deve chiudere*, perché, come mi sono sforzato di evidenziare in precedenza, se capita che i risparmi siano superiori agli investimenti di crescita effettuati dalle imprese occorre che il vuoto di domanda monetaria che ne consegue sia compensato da una diversa fonte di domanda monetaria, ulteriore rispetto al credito iniziale. E’ questa a mio avviso la vera e distintiva differenza tra un sistema di baratto e un sistema in cui è la moneta a introdurre i necessari comandi nell’economia.

In altri termini, se si vuole avere un mondo in cui esiste surplus reale e questo consenta di pagare in moneta, oltre ai salari, anche i profitti e gli interessi, la creazione di moneta nella sola misura dei salari (che è quanto prevede Wicksell) non è sufficiente, ma occorre che la domanda monetaria finale ecceda il monte salari di un ammontare, in ciascun periodo, che da un lato

assicuri profitti e interessi e dall'altro compensi il "lacking" di domanda monetaria dovuto ai risparmi (è la stessa esigenza –lo dico per i colti curiosi- che va coperta per rendere sensato lo schema marxiano moneta- merci- più moneta). Il problema sta nell'individuare le fonti possibili di tale domanda addizionale, di riflettere sulla loro opportuna calibratura e sui possibili effetti indesiderabili che ne possono derivare.

A parte la componente estera, vedo solo due possibili fonti. La prima –sulla quale non mi soffermo per il momento- è costituita, come osservato fin dall'inizio, dal deficit pubblico monetizzato (insisto: non, o quanto meno non necessariamente, da quello finanziato con emissione di titoli). La seconda non può che essere lo stesso sistema creditizio, ma in un ruolo diverso e ulteriore rispetto a quello, wickselliano, di finanziatore ex ante del capitale circolante connesso direttamente alla produzione. A tal fine è sufficiente (ma anche necessario) ammettere che le banche finanzino con ulteriore moneta gli acquisti di stock di ricchezza non connessa alla produzione e al finanziamento degli investimenti di crescita, in aggiunta alla frazione di moneta depositata o tesoreggiata che le famiglie destinano a tali impieghi. Da ciò può conseguire un aumento dei valori di tali stock e un riflesso sulla domanda monetaria, via spesa di una parte dei capital gains ovvero via effetti di ricchezza (incidentalmente richiamati più sopra); se ciò ha luogo nella misura del credito addizionale la domanda monetaria complessiva che ne consegue è bilanciata rispetto all'offerta di beni di consumo.

Al contrario di quanto avviene quando la fonte della domanda monetaria addizionale è il deficit pubblico, la dinamica resa possibile dalla creazione di moneta creditizia appena vista contiene intrinsecamente elementi perversi. Il primo, e solo apparentemente poco grave, è costituito dalla precarietà del rapporto tra credito addizionale e riverberi indiretti di questo sulla domanda monetaria finale di merci e servizi, ciò che può dare luogo per un verso ad una relativa instabilità della domanda stessa e dall'altro ad una relativa instabilità della dinamica dei valori degli stock improduttivi (quanto messo in luce dalla testimonianza della BCE). Infatti, l'instabilità delle quantità dei flussi reali è idonea ad interferire negativamente, via aspettative sulle varianze rispetto al trend, sulle decisioni di investimento in capacità produttiva da parte del grosso delle imprese.

Il secondo elemento perverso è costituito da una divaricazione tra gli indici dei prezzi dei flussi e quelli degli stock di ricchezza non connessi alla produzione; una divaricazione che, ovviamente, si ha a patto che salari e prezzi non siano in qualche misura indicizzati ai valori degli stock improduttivi. In questo caso non si ha divaricazione ma il sistema sarà necessariamente afflitto da inflazione, sia dei prezzi degli stock sia dei prezzi dei flussi.

### **Quali conseguenze sulle dinamiche?**

Se, per pura semplicità iniziale di ragionamento, riflettiamo sulle dinamiche di crescita stabile del sistema (e quindi imponiamo, a mero titolo analitico, tecniche date, un rapporto tra lavoro indiretto e diretto capace di garantire un tasso di crescita dato e una domanda monetaria che assorbe la produzione periodo dopo periodo) sembra possibile individuare due possibili sentieri estremi.

Il primo è caratterizzato dal fatto che l'adeguamento della domanda monetaria è affidato al deficit pubblico monetizzato, con esclusione del credito ad impieghi improduttivi. Nel caso limite in cui il risparmio volontario corrisponda alla propensione delle famiglie ad investire nei titoli di nuova emissione delle imprese, per definizione pari agli investimenti di crescita, il deficit deve essere contenuto in quanto serve solo a mantenere nel tempo i margini di profitto. Errori di



regolazione hanno elevate probabilità, a livello di impatto, di influire negativamente o positivamente solo sui margini di profitto.

In presenza di una insufficiente propensione delle famiglie ad investire nella crescita delle attività produttive, associata o meno a scarsi risparmi, le imprese possono invece in tutto o in parte autofinanziare gli investimenti di crescita; nella misura in cui lo fanno il rapporto tra i prezzi (stabili in condizioni di salari monetari costanti) e i salari saranno più elevati (il salario reale apparirà essere minore). (E' in ogni caso buffo che questa possibilità non venga considerata dalla teoria "alta", non ostante l'abbondanza, in giro per il mondo, di provvedimenti fiscali di favore per gli utili reinvestiti).

In presenza di risparmi eccessivi il deficit dovrà essere maggiore, si accumuleranno depositi, una parte di essi potrà rivolgersi all'acquisizione di ricchezza non legata alla produzione, i valori di tali stock potranno aumentare (o, meno probabilmente, diminuire) a seconda della frazione dei depositi e alla frazione degli stock che vengono "messi sul mercato" in ciascun periodo. Se gli indici degli stock dovessero aumentare stabilmente si imporrebbe l'esigenza di indicizzare (anche se non necessariamente di continuo) i salari monetari per bilanciare la dinamica degli indici dei prezzi dei flussi con quelli degli stock.

Il secondo sentiero è caratterizzato dal fatto che la domanda monetaria aggiuntiva è affidata alle conseguenze sui consumi della creazione di credito che per brevità possiamo chiamare speculativo. Si tratta, come già accennato, di effetti aleatori e potenzialmente ad alta variabilità, che passano comunque per una inflazione degli indici degli stock improduttivi.

L'emissione di titoli pubblici, offrendo alternative agli impieghi finanziari, se non accompagnata a deficit può deprimere e rendere insufficienti gli effetti sul consumo, e può quindi essere controproducente ai fini del sostegno della domanda. Nel caso di deficit l'operazione consiste nel rendere attiva, in termini di domanda, una parte dei depositi, con conseguenze di per sé positive sul volume della domanda monetaria rivolta ai flussi produttivi, ma con irrigidimento progressivo del bilancio pubblico.

Queste brevi considerazioni sono riferite a possibili trend stabili. Esse tuttavia non devono trarre in inganno. Per un verso esse possono, a torto, evocare un qualche concetto di equilibrio, per un altro esse sono del tutto artificiali. I percorsi dinamici non dipendono da "attrattori" di equilibrio. Essi, come argomentano Amendola e Gaffard in *Out of Equilibrium*, si formano "per via", in quanto dipendono dalle sequenze che si stabiliscono da un lato tra opzioni, ovvero aspettative, percepite e, dall'altro, decisioni ed eventi che ne conseguono, in un quadro nel quale le eredità del passato e i dati di natura costituiscono vincoli.

Un numero limitato di imprese fonda le sue decisioni di capacità ed insieme di innovazione sulla accumulazione di conoscenze, proprie e/o pervase nell'ambiente; sono tali conoscenze che rendono infatti possibile percepire opzioni innovative (che per definizione corrispondono a cose che non ci sono) e, soprattutto, svilupparle 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).

La maggior parte delle imprese, in condizioni normali, si basa invece, per prendere le decisioni di capacità, su aspettative. Queste dipendono in gran parte dai segnali che vengono proiettati dalle autorità di policy. Soprattutto il mondo delle imprese si fa un'idea di ciò che le autorità di policy farebbero in presenza di certi eventi.

## Un esempio storico

Se, sulla base di queste brevi considerazioni di buon senso, esaminiamo ad esempio le vicende del recente passato, è agevole rendersi conto di ciò che potrebbe aver determinato il basso livello di crescita delle economie europee e i differenziali di crescita all'interno della Unione europea.

Come abbiamo visto il “pilastro” della BCE –un aumento del 4,5% annuo della base monetaria- era fondato su una previsione di crescita reale dell'area Euro intorno al 2-2,5%. Così grosso modo è stato, ma non necessariamente perché le previsioni a lungo termine della BCE erano giuste, ma perché il grosso delle imprese, a fronte di tali previsioni, ha mediamente espanso la propria capacità a quel tasso; anche perché esse sapevano che, a fronte di un possibile aumento dell'inflazione reso probabile da una accelerazione della crescita, la BCE avrebbe preso provvedimenti restrittivi.

Al contempo i paesi che sono cresciuti più della media disponevano di un ambiente che, per effetto dei maggiori sforzi in cultura e ricerca, aveva un numero maggiore di soggetti capaci di giocare la carta delle innovazioni e di una concorrenza basata su esse.

Vale la pena di notare che la previsione che si possano avere spinte inflazionistiche a seguito di una maggiore sviluppo è corretta anche secondo il modello che sto qui proponendo; i meccanismi causali sarebbero tuttavia abbastanza diversi da quelli normalmente immaginati e richiederebbero un diverso atteggiamento di policy. Il problema non sarebbe infatti dovuto ad un generico eccesso di domanda indotto da politiche troppo espansive, bensì dal semplice meccanismo di accelerazione della crescita.

Ciò che il diverso modo di riguardare il sistema qui adombrato suggerisce è infatti che, in presenza di una accelerazione della crescita, il rapporto tra lavoro indiretto e diretto deve aumentare; quindi la domanda (che dipende dal monte salari complessivo) si deve muovere temporalmente prima dell'offerta (che si adeguerà solo in seguito, quando la nuova capacità sarà giunta a maturazione), con possibili tensioni inflazionistiche (o sui conti esteri) che sono del tutto fisiologiche e meccaniche. In altri termini il passaggio per una breve fase di inflazione è un costo che occorre pagare per avere una accelerazione della crescita e tale inflazione *non deve* essere repressa. E' evidente infatti che, ove dovesse intervenire una gelata monetaria proprio nella fase di transizione, le aziende protagoniste dell'accelerazione si troverebbero a mal partito per quanto concerne la liquidità, mentre meglio finirebbero invece per trovarsi le imprese più conservatrici.

### **Alcuni cambiamenti radicali di prospettiva**

E' evidente che questi quadri, pur nella loro forzata essenzialità e povertà (sono infatti possibili infinite combinazioni), aiutano a delineare in modo molto diverso, spesso opposto, le credenze che ereditiamo dal passato sia dal punto di vista dell'identificazione dei concetti, sia da quello delle variabili di policy.

(1) Il debito pubblico (domestico) accumulato e i valori della ricchezza improduttiva sono i risultati di impieghi alternativi pregressi della moneta che non è andata a finanziare gli investimenti produttivi. Tale debito pubblico non è un onere se non per coloro che sono chiamati a pagarne il servizio, ovvero e per le stesse ragioni per il paese emittente se i titoli sono nelle mani di investitori esteri. Esso è la semplice controparte e conseguenza di una attivazione della domanda monetaria (comunque necessaria) e di un contestuale minore aumento dei valori degli stock produttivi rispetto a quello che alternativamente avrebbe potuto essere. A parte le rigidità nelle manovre di bilancio che un elevato debito comporta, lamentare il suo peso eccessivo, come fanno le autorità internazionali, equivale a lamentarsi del fatto che il valore della ricchezza improduttiva non è cresciuto abbastanza, come se ciò avesse un qualche significato dal punto di

vista della disponibilità effettiva di tali stock, che non possono, per definizione, che restare invariati (è chiaro che questo non vale necessariamente nel caso di proprietà immobiliari, che possono crescere in termini reali, con conseguenze che vanno considerate a parte)

(2) Il deficit di bilancio immediatamente monetizzato, associato a politiche della spesa stabili, programmate e annunciate (anche nelle loro variazioni) affidabilmente e tempestivamente, appare essere la via migliore per il perseguimento di uno sviluppo stabile ad inflazione eventuale contenuta. Va invece limitato ai casi considerati da Keynes/Lerner e comunque calibrato qualitativamente oltre che quantitativamente l'uso, detto impropriamente "keynesiano", del deficit.

(3) La crescita dei valori di borsa va sempre riguardata con apprensione e prudenza, specie quando l'emissione di nuovi titoli da parte delle imprese produttive per finanziare i propri investimenti di crescita costituisce una frazione esigua del totale dei titoli scambiati. Va tenuta sotto controllo anche la crescita dei valori degli altri stock improduttivi. Per moderare tale crescita è possibile ricorrere all'emissione di titoli del debito pubblico, sia pure con prudenza e moderazione per i feedback negativi che ciò ha sulla rigidità del bilancio pubblico.

(4) Spetta alla cultura, ai mezzi di comunicazione, ai governi il compito di rieducare il pubblico a non guardare con euforia la crescita dei valori delle ricchezze non connesse alla produzione, nonché quello di far capire che non ha senso extrapolare all'intero stock di ricchezza, ovvero alla parte di esso che non viene commerciato, il valore che si determina, in ogni dato periodo, per effetto delle operazioni di compravendita che nel periodo riguardano frazioni degli stock complessivi. E' bene precisare che i prestiti (bancari e non) che vengono fatti per dare la scalata ad aziende produttive esistenti non vanno considerati come investimenti produttivi, bensì come investimenti meramente finanziari. Né può sfuggire, alla luce di quanto appena detto, quanto palesemente e colpevolmente incauta fosse l'estensione automatica del credito che le banche statunitensi concedevano al pubblico a seguito dell'aumento di valore delle case date in garanzia.

(5) L'eccesso dei flussi di risparmio sugli investimenti di crescita produce una accumulazione nel tempo dei depositi bancari. Il loro tasso di accumulazione è sempre superiore al tasso di crescita, anche se questo, in un'economia matura, può non apparire in modo statisticamente significativo; infatti, se si parte da uno stock già elevato, il tasso di crescita dei depositi converge al tasso di crescita in termini monetari del sistema. Per convincersi che il tasso di crescita dei depositi in queste condizioni non può che essere superiore a quello di crescita dei flussi produttivi è allora necessario un esperimento mentale: pensare ad un sistema a tasso di crescita reale zero con flussi di risparmi eccedenti. L'entità dei depositi, d'altronde, è soggetta ad essere continuamente interessata da fenomeni di decumulazione, per i più svariati motivi -acquisti di ricchezza, sottoscrizioni di titoli di nuova emissione, sia delle imprese (produttive e finanziarie) che dello stato, consumo- come pure da fenomeni di accumulazione ulteriori a quelli dovuti ai flussi di risparmio, quali i proventi da vendita di stock di qualsiasi genere. Di qui problemi ulteriori di misurazione.

(6) Si è visto come la situazione più felice sia quella in cui la propensione ad investire in investimenti reali di crescita da parte delle famiglie porti ad impiegare in ciò tutto il loro risparmio. E' chiaro allora come l'orientamento massimo della liquidità (indipendentemente dalla sua origine) verso gli investimenti di crescita sia altamente auspicabile. Ciò può sembrare implicare una interferenza indebita dei soggetti di policy sui modi di impiego dei risparmi e del credito. Ma non è necessariamente così. E' possibile che sia sufficiente creare canali privilegiati per il finanziamento degli investimenti in campo reale, giocando su incentivi e garanzie per rendere appetibili emissioni obbligazionarie di scopo, come avveniva un tempo in Italia, con gli

istituti di credito a medio e lungo termine, e in altri paesi; per non parlare della possibilità di giocare altre carte, rivolte a promuovere imprenditorialità e innovazione anche in carenza di garanzie reali, integrando e promovendo in tal modo le funzioni di venture capital.

(7) L'autofinanziamento degli investimenti di crescita è un fenomeno non privo di ambiguità. Se esso è il risultato, come negli USA, di una storia contrassegnata da scarso risparmio delle famiglie, non solo è facilmente comprensibile ma anche positivo. L'autofinanziamento appare infatti un modo attraverso il quale i manager di impresa, che avvertono meglio le opzioni di sviluppo, inducono gli azionisti ad un risparmio forzoso contingente; un risparmio che, in caso di successo, viene ripagato in termini di maggiori guadagni futuri ovvero, ove solo esista un fumus quanto al successo, da capital gains. Laddove invece le imprese ricorrono all'autofinanziamento per scelta, ovvero per carenze del sistema di credito e/o intermediazione, e si sia in presenza di risparmio eccedente, l'autofinanziamento può limitare la sfera degli impieghi produttivi possibili per le famiglie.

(8) La questione appena trattata ha un interessante risvolto sul piano meramente teorico, che vale la pena di mettere in luce. Se si considerano due economie che procedono con la stessa tecnologia e lo stesso tasso di sviluppo, quella associata ad un maggiore ricorso all'autofinanziamento mostrerà di avere salari reali più bassi e produttività in valore più elevata, anche se la produttività fisica è la stessa. La diversità dipende chiaramente dalle differenze nelle modalità di finanziamento. Questo dimostra che *la struttura dei prezzi relativi dipende anche dalla struttura finanziaria* e non solo, come negli schemi classici, dai rapporti tra le grandezze reali. Inoltre è evidente che alle differenze di prezzo relativo possa corrispondere una diversa distribuzione; tuttavia ciò non è affatto detto, visto che la distribuzione dipende da chi sono gli azionisti delle imprese che si autofinanziano e da chi sarebbero i sottoscrittori dei nuovi titoli emessi, ove si scegliesse questa strada al posto dell'autofinanziamento. Quanto appena osservato la dice lunga anche sullo scarso significato che, al giorno d'oggi, possono avere discussioni sulla distribuzione del reddito (sulla "giustizia distributiva") che si limitino a considerare profitti e salari.

(9) Le riflessioni qui sviluppate contribuiscono ad affossare del tutto il feticcio, mai completamente abbattuto, della massimizzazione del risparmio. E' giusto invece parlare di calibratura della ripartizione tra consumi e risparmio rispetto alle esigenze di contesto (Lerner), unitamente all'orientamento della destinazione del risparmio verso impieghi produttivi. E' in questa prospettiva che emerge di nuovo il problema della distribuzione, che può rispondere a diverse esigenze e motivazioni. In primo luogo la distribuzione può rilevare per tenere la domanda monetaria di consumi ad un livello che contenga la formazione di risparmi eccessivi. E' anche chiaro che, in caso di crescita degli indici di valore della ricchezza improduttiva, pur potendo una divaricazione di questi rispetto agli indici di prezzi e salari essere sopportata relativamente a lungo, un riallineamento è necessario. Pressioni in questo senso possono aversi sia a partire da una generica reazione politica ad una distribuzione sempre più ingiusta sia –al di là delle semplificazioni implicite in quanto fin qui detto- perché tra gli indici degli stock ve ne sono alcuni più sensibili, in particolare quelli che hanno a che fare con i prezzi delle case e con gli affitti, che incidono sui redditi reali dei lavoratori, ovvero quelli che, avendo a che fare con i siti commerciali, incidono –in termini di rendite improduttive- sui costi di distribuzione dei beni e dei servizi reali, riversandosi poi sui prezzi. E' in questo, più significativo e concreto senso, che vanno ripresi i discorsi un tempo di moda, ma piuttosto fumosi, sull'esigenza di controllare le rendite. Calibrare interventi sulla distribuzione richiede peraltro che siano tenuti in conto non

solo salari e profitti, ma anche la distribuzione della ricchezza nelle sue diverse forme, nonché la struttura del bilancio pubblico.

### **Gradi di libertà e modifiche comportamentali: finanziarizzazione e policy leadership**

Ho affermato in esordio che gli elementi posti alla ribalta dai dibattiti sulla recente crisi si pongono a valle rispetto ai vuoti delle teorie economiche. Non perché siano meno importanti, ma perché considerandoli “alla luce” di quei vuoti si acquisisce un migliore senso della prospettiva e gli elementi stessi trovano una “culla” analitica nella quale porsi.

Quanto elaborato fin qui riguarda le relazioni, in parte necessitate e in parte invece comprese in range di discrezionalità relativamente estesi, tra grandezze economiche. L’atteggiarsi dei sistemi, le loro performance, i loro cambiamenti dipendono non solo dalle relazioni necessitate (sulle quali ho posto fin qui il maggiore accento) ma da come vengono riempiti, in termini di comportamenti e di loro cambiamenti, gli spazi di discrezionalità. Da questo punto di vista molto è successo negli ultimi trenta anni o giù di lì.

Il baricentro delle attività economiche si è spostato dagli affari produttivi a quelli nel campo dei servizi e, soprattutto, delle banche e della finanza. Non solo si sono formate grandi masse di liquidità –ciò che difficilmente può essere spiegato senza ricorrere all’ipotesi qui adombrata di un eccesso dei risparmi e della creazione di moneta sugli investimenti produttivi- ma è cambiato il loro controllo, con il passaggio da un relativo atomismo della proprietà ad una concentrazione nelle mani dei c.d. “investitori istituzionali” e delle banche. Queste ultime, grazie a strategie di fusione e acquisizione, giustificate dall’esigenza di competere a livello globale, sono divenute “too big to fail”. L’insieme di tali soggetti è divenuto comunque sufficientemente potente da attirare impieghi di liquidità, da contribuire a creare consenso su strategie di deregolamentazione e generici principi di libero mercato, da creare un clima di euforia su opzioni di facile guadagno a breve termine.

Un numero limitato ma crescente di studi sulla c.d. “finanziarizzazione” sostiene che si sarebbe con tali cambiamenti passati dal c.d. “capitalismo manageriale”, che privilegiava eccessi di capacità industriale e occupazionale, e conseguentemente opzioni e prospettive di crescita reale a detrimento dei rendimenti a breve termine, ad una egemonia degli azionisti, con un conseguente orientamento degli obiettivi di business, e quindi del management, verso i guadagni a breve e brevissimo termine.

In contemporanea a tali cambiamenti vi è stato un ribaltamento di egemonia nel campo delle politiche pubbliche a favore delle autorità monetarie. Non si è trattato tanto di un cambiamento formale nelle attribuzioni di potere –che pure vi è stato ed è stato importante- bensì di una progressiva e straordinariamente intelligente acquisizione di leadership “culturale” e di creazione di consenso politico intorno ai punti di vista di tali autorità, realizzata con una pluralità di strategie (generosi investimenti nel proprio capitale umano, efficace politica di mobilità dei propri funzionari verso posizioni chiave nelle tecnocrazie istituzionalmente rilevanti, forte coesione tra banche centrali, importanti collegamenti tra queste e le autorità internazionali e le università più prestigiose, ecc.).

Tale consenso ha spento qualsiasi dialettica, politicamente significativa e non di mera nicchia intellettuale, tra modi alternativi di riguardare i problemi economici e le politiche pubbliche in questo campo, mentre i governi hanno progressivamente asservito le politiche di bilancio alle linee guida e ai vincoli dettati dalla cultura monetaria. Il caso limite e più emblematico si ha nell’area Euro, dove la BCE costituisce in pratica l’unico soggetto di politica economica, in

assenza di una autorità sovraordinata capace di fare da contraltare (si veda in materia come si spengano i tentativi di modificare il patto di stabilità) e di porre seriamente e sistematicamente in atto politiche fiscali di pari livello e comunque politiche di parte reale.

Il consenso creato sulle virtù di auto-regolazione ottimale dei mercati è l'aspetto più vistoso, ma anche più banale, dei due grandi gruppi di cambiamenti appena menzionati. Altre conseguenze sono più serie, anche perché più sfuggenti: il "confinamento" degli spazi di azione della sfera politica ad aspetti appariscenti ma secondari della politica macroeconomica complessiva; il declino di interesse per le attività reali e per gli investimenti reali lungimiranti, con negative conseguenze sulle prospettive di sviluppo; il vuoto di alternative culturali rilevanti in campo economico e di orientamento delle politiche economiche.

## **Conclusioni**

Quanto fin qui argomentato mi sembra riducibile a ragionamenti basati su un certo numero di fatti d'osservazione innegabili, senza alcun ricorso a quel sistema di ipotesi ad hoc di cui la teoria tradizionale ha invece disperato bisogno. Quest'ultima fa infatti ricorso ad ipotesi di razionalità estreme per gli agenti economici, ha bisogno di ipotesi di continuità e di convessità di una serie di funzioni (produzione e preferenze) che hanno un ruolo strategico nel consentire gli abituali esercizi di ottimizzazione, attraverso queste accortezze finisce per rendere sincroni produzione e consumo, annullando così le problematiche connesse al tempo cronologico, mentre accumulazione, innovazione e moneta sono le sue spine nel fianco.

Per converso io parto da un insieme di fatti "stilizzati ma non troppo" che lascio tutti coabitare senza introdurre alcuna semplificazione forzata: produrre prende tempo; la moneta la creano le banche e gli stati; il credito non va a finanziare solo la produzione ma anche l'acquisto di case, terreni e titoli di vecchia emissione; attraverso l'allocazione del lavoro indiretto si costruisce capacità produttiva sia per sostituire quella che viene meno sia per crescere ed innovare; non introduco ipotesi particolari sui nessi che collegano gli input agli output, considerandoli sostanzialmente proporzionali; osservo che le imprese devono autofinanziare di norma gli investimenti sostitutivi, e che esse, in presenza di scarsa propensione degli altri agenti ad investire in crescita e innovazione, possono autofinanziare gli investimenti relativi; prendo atto che l'esistenza di moneta è il presupposto dei depositi, sicché il credito, creatore endogeno di moneta, viene prima e non, contrariamente alle mere apparenze, dopo i depositi, che le famiglie sono libere di impiegare come vogliono i loro risparmi; ipotizzo che la gente vuole diventare ricca e gli piacciono i soldi e le proprietà, anche indipendentemente dai consumi; ecc.

Dopo di che mi sono limitato a cercare di far quadrare tutti questi elementi, ritrovandomi con una rappresentazione del possibile funzionamento e della possibile dinamica del sistema che, pur essendo lungi dall'essere totalmente liberi, possono assumere più di una configurazione a seconda di come i pezzi del mosaico vengono gestiti, sia grazie a tendenze spontanee, sia a seguito di percorsi pregressi (path dependency), sia per l'agire dei soggetti rilevanti. La qualcosa, sia detto per inciso, sembra non solo anche essa rispondere a fatti di osservazione, ma dare un senso alle continuamente invocate responsabilità politiche.

Ho introdotto l'articolo dicendo che intendevo rivolgermi ad una platea più ampia di quella degli economisti. Da questi ultimi mi aspetto infatti per lo più, come già detto, diffidenza, quando non ostilità, per le tante rotture che le mie riflessioni comportano rispetto ai modelli sui quali si sono (ci siamo) formati.

Dai primi mi aspetto invece maggiore simpatia, non tanto per il fatto di aver rivelato cosa si cela dietro molte delle abituali alchimie con le quali gli economisti proteggono il loro territorio, ma per il fatto di far appello a fatti di osservazione e alla necessità di “farli stare insieme”. Naturalmente queste speranze sono destinate a restare illusioni nella misura in cui non fossi riuscito, almeno in parte, a superare gli ostacoli concettuali e di linguaggio che separano le diverse discipline che si occupano di spiegare, e magari in qualche misura guidare, i fatti umani e che, nel caso delle discipline economiche, costituiscono degli autentici bastioni difensivi connessi alla formalizzazione matematica,

Ovviamente non ho nulla contro quest’ultima. Ovviamente sto lavorando a quanto delineato in questo articolo usando formalizzazioni e strategie di simulazione numerica. Ritengo tuttavia sia importante il fatto di aver provato ad esporre, con la maggiore semplicità possibile, quanto meno quali dovrebbero essere i veri bersagli del dibattito post-crisi. Esiste infatti il pericolo che, mentre si aspetta, il dibattito stesso divenga riduttivo e banale. Sarebbe invece bello che tale banalizzazione venisse ostacolata da una pressione culturale il più possibile allargata.

## Bibliografia

- Amendola M., Bruno S. (1990): ‘The behaviour of the innovative firm: Relations to the environment’, *Research Policy* 19, n.5.
- Amendola M., Gaffard J.L., 1988, *Innovative Choice*, Basil Blackwell, Oxford
- Amendola M., Gaffard J.L., 1998, *Out of Equilibrium*, Clarendon Press, Oxford
- Amendola M., Gaffard J.L., 2006, *The market way to riches: behind the myth*, Edward Elgar Publishing
- Böhm Bawerk, E.R. von, 1889, *Positive Theory of Capital*, Trasl. 1891, London, Macmillan & Co.
- Graziani A., 1989, *The theory of the monetary circuit*, Thames papers of economics, 1-26.
- Hayek, F.A. von, 1935, *Prices and Production*, second and revised enlarged edition (first edition 1931), Lowe and Brydone Printers Limited, London
- Hicks, J.R., 1965, *Capital and Growth*, Clarendon Press, Oxford
- Hicks, J.R., 1973, *Capital and Time*, Clarendon Press, Oxford
- Keynes, J.M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan Cambridge University Press
- Leontief, W., 1951, *The Structure of the American Economy, 1919-1939: An Empirical Application of Equilibrium Analysis*, Oxford: Oxford University Press
- Lerner, A.P., 1943, “Functional Finance and the Federal Debt”, *Social Research*
- Lerner, A.P., 1944, *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*, New York: Macmillan
- Messori M., 1985, *Le circuit de la monnaie: acquis et problemes non resolus*. In: Arena R., Graziani A., (a cura di), “Production, circulation et monnaie” Presses universitaires de France, Parigi, 207-46
- Minsky, H. P., 1974, “The Modeling of Financial Instability: An introduction”, *Modelling and Simulation*
- Minsky, H. P., 1986, *Stabilizing An Unstable Economy*, Yale University Press
- Minsky, H. P., 1978, “The Financial Instability Hypothesis: A restatement”, *Thames Papers on Political Economy*
- Robertson, M.A., 1926, *Banking Policy and the Price Level*, Augustus Kelley Publishers (Reprinted 1989)
- Tobin, J., 1965, “Money and Economic Growth”, *Econometrica*
- Wicksell K., 1898, “Interest and prices”, A.M.Kelley, New York, 239.