

1975

Sintesi: Hyman P. Minsky - John Maynard Keynes

Hyman P. Minsky Ph.D.

Follow this and additional works at: https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive

 Part of the [Macroeconomics Commons](#)

Recommended Citation

Minsky, Hyman P. Ph.D., "Sintesi: Hyman P. Minsky - John Maynard Keynes" (1975). *Hyman P. Minsky Archive*. 476.

https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/476

This Open Access is brought to you for free and open access by the Levy Economics Institute of Bard College at Bard Digital Commons. It has been accepted for inclusion in Hyman P. Minsky Archive by an authorized administrator of Bard Digital Commons. For more information, please contact digitalcommons@bard.edu.

New York, Columbia University Press, 1975

INTRODUZIONE. Dal principio alla metà degli anni '60 la macroeconomia e la teoria monetaria sembrano comprendere una disciplina ordinata e matura: la sintesi neoclassica, che integrava le innovazioni di K. con l'apparato della tradizione classica, era la struttura adeguata a guidare la ricerca sia teorica che empirica, così come l'analisi e le prescrizioni di politica economica. Oggi, in buona parte perchè fallimenti nella politica economica hanno rivelato difetti nelle fondazioni analitiche, teoria macroeconomica e monetaria sono nello scompiglio. K. scrisse in un momento in cui si sentiva l'inusitato bisogno di una nuova analisi di fondo del sistema economico, e ne fu conscio: secondo M., forse per la persistenza dell'inflazione, per la coscienza della povertà non solo in mezzo all'abbondanza ma anche a causa dell'abbondanza, per la rinnovata esperienza dell'instabilità finanziaria, e per le mutevoli condizioni del commercio e della finanza internazionale, oggi l'insoddisfazione nei confronti dello stato dell'economia ^{e della teoria economica} e la delusione nei confronti delle misure di politica economica sono tali da richiedere un'altra "rivoluzione intellettuale" del tipo di quella provocata dalla Teoria Generale negli anni '30. Ed è proprio in alcune sfaccettature trascurate e estensioni logiche della discussione contenuta nella T.G. che sono presenti gli ingredienti per questa "seconda rivoluzione": questo perchè quel che è stato recepito dall'economia tradizionale non è che una parte della discussione di K., e precisamente la parte più facilmente assimilabile nel corpo delle idee preesistenti e più rilevante per fronteggiare i problemi della fine degli anni '30 e dei primi degli anni '40. Così è andata perduta una parte fondamentale del contenuto della T.G., quella che rompeva nettamente con le asserzioni di fondo delle dottrine neoclassiche e che ha una più immediata rilevanza per i problemi che ora le economie avanzate fronteggiano. Il succo di ciò che è stato trascurato nello sviluppo della sintesi neoclassica può essere raggruppato sotto tre voci: il processo decisionale in una situazione d'incertezza, il carattere ciclico dell'economia capitalista, e i rapporti finanziari di una economia capitalistica avanzata. Così reinterpretato, K. sfida le basi del sistema neoclassico oggi dominante e apre così la porta a proposte di politica economica che vanno oltre l'uso della politica monetaria e fiscale per ottenere il pieno impiego e pongono la questione del tipo di impiego e della destinazione del reddito. All'interno della discussione della T.G. è possibile discernere una varietà di fili diversi:

... mettere l'incapacità di K. a sottrarsi

mi. Questi fili s'intrecciano in modo indistinto per K. Solo in un caso (il rigetto della recensione del Prof. Viner) egli discusse pubblicamente la validità di un'interpretazione del suo libro: la recensione di Viner inseriva la teoria di K. in quella tradizionale, e K. negò esplicitamente la validità della sua interpretazione. Ma altre interpretazioni che guardavano al passato, furono da lui o ignorate o casualmente accettate, il che conferisce all'interpretazione corrente di K. qualche diritto alla legittimità. Tuttavia questi rampolli forse legittimi non hanno ereditato gli attributi innovativi dell'interpretazione che K. dà di una economia capitalistica avanzata.

Il libro è focalizzato sulla T.G. come sforzo per rivoluzionare l'economia.

La trattazione sarà limitata ad un'economia chiusa, come quella della T.G.; questo non toglie nulla alla forza degli argomenti, anzi: il riferimento ad un sistema di economie interconnesse non farebbe che evidenziare gli aspetti ciclici e di instabilità finanziaria di questa interpretazione del sistema Keynesiano.

I. LA TEORIA GENERALE E LA SUA INTERPRETAZIONE -

I lavori di economia di K. anteriori alla T.G. furono incentrati sulle modalità di funzionamento della teoria quantitativa della moneta nel breve periodo: egli dava infatti per scontato che ai fini delle posizioni di equilibrio raggiungibili nel lungo periodo la moneta fosse neutrale (cioè influente su prezzi relativi, redditi e produzione), come asseriva la teoria quantitativa, ma riteneva che questa teoria fosse vaga circa i meccanismi attraverso i quali questi risultati di lungo periodo venivano raggiunti, cioè circa il comportamento dell'economia nel breve periodo e in posizioni di disequilibrio.

La T.G. rompe con questa precedente posizione sulla teoria quantitativa, che presupponeva un'economia fondamentalmente stabile, e ridefinì i problemi della teoria economica come la determinazione della domanda aggregata, e così dell'occupazione, nel breve periodo all'interno di una struttura analitica che esplicitamente riconosceva di star trattando di un'economia capitalistica soggetta a booms e a crisi. Introdusse nuovi strumenti di analisi, come la funzione del consumo e la preferenza per la liquidità, ed usò concetti poco familiari per l'economia tradizionale, come l'incertezza. La sua analisi dimostrò che la moneta non è neutrale, che le variabili reali dipendono essenzialmente da variabili monetarie e finanziarie; che il livello dei prezzi non dipende solo e nemmeno per la maggior parte dalla quantità di moneta; e che un'economia capitalistica a decisioni decentrate non tende di per sé verso una posizione di equilibrio stabile di piena occupazione (che anzi questa, se raggiunta, è di per sé transitoria).

giovani docenti, la T.G. fu subito sottoposta ad un'interpretazione riduttiva sia da pretesi amici (come Hicks) sia da aperti nemici (come Viner), tanto che oggi la prospettiva dominante sembra essere che ciò che nella T.G. era valido non era nuovo, e che ciò che era nuovo non era valido. Al contrario Minsky sostiene che la T.G. va interpretata come una rivoluzione intellettuale (conformemente al giudizio di K., nella sua lettera a G.B. Show, e a quello dei suoi contemporanei, come Sweezy nel suo necrologio per K.); una rivoluzione che però ha abortito, per l'interpretazione che gli economisti accademici hanno dato all'opera e l'applicazione che ne hanno fatto: la sintesi neoclassica (Samuelson, Patinkin, Modigliani, Friedman) è più classica che Keynesiana, nel senso che la validità "in linea di principio" della teoria quantitativa è riaffermata, con la conseguenza che la disciplina ha riconquistato molta dell'irrilevanza e della sterilità che la caratterizzavano prima della Teoria Generale. Il successo immediato di questa negli anni '30 è appunto da ricondurre alla sua rilevanza per la comprensione della realtà economica contemporanea: la teoria ortodossa non era di alcun aiuto, e gli economisti che suggerivano misure monetarie e fiscali che ora sarebbero dette espansive non le fondavano sulla formulazione di un'analisi sistematica, così da essere poco convincenti (vedi lo stesso K., durante la campagna per Lloyd George, e H.L. Simons, negli U.S.A.): prima della 2^a Guerra Mondiale i pregiudizi correnti circa la spesa e i deficit non furono mai superati.

La sola alternativa agli economisti tradizionali erano i Marxisti, le cui teorie facevano presa fra gli studenti e i neo-laureati di Cambridge in quel periodo: paradossalmente i Marxisti ortodossi finivano per giungere alla stessa conclusione degli economisti accademici, cioè che in un'economia capitalistica non si può far nulla per fronteggiare le depressioni, perché il capitalismo è strutturalmente instabile.

Ideologicamente, K. non era né Marxista, né tradizionalista: naturalmente scettico nei confronti della dottrina tradizionale, può essere collocato nell'ideologia della sinistra moderata. Lo si potrebbe definire come il frutto dell'unione tra la testarda razionalità di un economista di professione e l'impegno emotivo di un uomo convinto della possibilità di migliorare l'esistente.

Nella T.G., K. fornì un'alternativa sia sul piano teorico che su quello politico alle cupesvisioni dei tradizionalisti e dei Marxisti: fece degli eventi del 1929 e degli anni successivi il risultato di fattori sistematici e non accidentali, e, focalizzando l'analisi economica dai problemi di allocazione delle risorse a quelli della determinazione della domanda globale, inserì nella discussione variabili che la politica può determinare e così razio-

di depressione. L'economia "tornò così in contatto con il mondo reale" (Sweezy).

Un ulteriore fattore che portò all'immediata, anche se temporanea, accettazione della T.G. come una valida rivoluzione intellettuale fu il carattere di continuità con la tradizionale analisi economica della persona e del lavoro di K., nonostante la rottura con le dottrine ereditate. La teoria della moneta ereditata dalla tradizione, cioè quella quantitativa, presupponeva un'economia atemporale in cui le transazioni fra le unità economiche avvengono attraverso il baratto, e la moneta viene introdotta per evitare che sia necessaria una doppia coincidenza di bisogni perchè si verifichi uno scambio commerciale. Con un concetto astratto della moneta, in un modello nel quale il tempo, le attrezzature durevoli e l'attività imprenditoriale sono introdotte in un modo artificiale, cambiamenti nella quantità di moneta influenzano solo i prezzi; la produzione, l'occupazione e la composizione del prodotto sono determinati nel sistema del baratto. Nel Trattato sulla Moneta K. lavorava con concetti più normali di moneta rispetto a quelli della teoria tradizionale: essa, in quanto creazione del sistema bancario, indirettamente rappresenta il debito delle attività commerciali e produttive. K. avanza l'ipotesi che il meccanismo di breve periodo che trasmette i cambiamenti monetari al livello dei prezzi senza influenzare le variabili reali opera innanzitutto influenzando l'attività di finanziamento dell'investimento e così la quota dell'investimento. ^{nel periodo} L'accresciuto investimento che però deriva da un aumento della quantità di moneta porta ad un eccesso della domanda totale sull'offerta; questo eccesso di domanda, non potendo influenzare la produzione, fa salire i prezzi: per di più, appena l'espansione monetaria si arresta, l'investimento ritorna alla sua originaria relazione con la produzione. Nella T.G., K. sposta la sua indagine da come la moneta influenza la quota di investimento di una produzione fissa a ciò che in generale determina domanda e produzione aggregate. La quantità di moneta non è che una di svariate determinanti della domanda aggregata. A volte cambiamenti nella moneta possono essere ininfluenti nel cambiare la domanda aggregata. Così K. ampliò l'economia monetaria per includere le altre determinanti della domanda aggregata, come quella fiscale: l'economia monetaria divenne macroeconomia, col porre in primo piano la determinazione congiunta della produzione, dell'occupazione e dei prezzi, al posto della sola determinazione del livello dei prezzi.

Con la T.G. si ha quindi l'abbandono della teoria quantitativa, anche così come era stata precisata nel Trattato sulla moneta: nel Trattato sulla moneta, produzione e occupazione sono determinati da fattori reali indipendenti da influenze monetarie, sotto l'assunzione

nella T.G. al contrario si afferma che l'andamento di una economia capitalista è fondamentalmente ciclico. Il T.s.m. poggia sulla determinazione del comportamento del sistema attraverso un apparato teorico basato su funzioni di produzione e semplici sistemi di preferenza; nella T.G. la natura speculativa delle attività detenute e delle scelte finanziarie domina le caratteristiche della funzione di produzione nel determinare la produzione di beni di investimento (un tema fondamentale, questo del processo di valutazione delle attività finanziarie come una determinante diretta dell'investimento, che segna un basilare spostamento di prospettiva rispetto alla teoria neoclassica dell'investimento e che infatti è stato ignorato nell'interpretazione della T.G.). Nel T.s.m., lo sforzo di spiegare le complesse osservazioni relative al processo di determinazione dei prezzi mantenendo ancora la struttura intellettuale fondata su di un'ipotesi di baratto condusse K. a una complessa tassonomia comprendente molte variabili, definizioni e distinzioni tra varianti dei concetti di fondo. Nella T.G. K. rompe la dipendenza della teoria monetaria dalla teoria classica dei prezzi: i fenomeni monetari emersero come un "partner" a pieno titolo, e non più silenzioso, nel determinare il comportamento del sistema e le connessioni tra le osservazioni sul comportamento del sistema economico permisero di non trattare più i cicli come anomalie non spiegate dalla teoria: così molte delle distinzioni e varianti prima necessarie divennero ridondanti.

Poiché cerca di spiegare lo stesso insieme di osservazioni della T.G., il T.s.m. ovviamente già adombra in alcuni suoi passaggi la T.G.; ma questo non ci deve indurre a dimenticare la drastica rottura concettuale tra le due opere. Tuttavia, dovendo decidere come compiere una "sintesi" tra esse, si deve riconoscere che l'analisi istituzionale del Trattato sulla moneta servì a mettere a fuoco i problemi della finanza in un'economia capitalistica e così fornì lo sfondo per la discussione teorica della T.G..

Anche se l'analisi puramente keynesiana è stata abbandonata dalla teoria dominante contemporanea, il principale messaggio politico di K. -la non necessarietà degli "slumps" e dello spreco che essi comportano- è divenuto un assioma fondamentale nella guida dalla politica economica: si ritiene che una miscela appropriata di un limitato novero di strumenti di politica economica assicura la piena occupazione o quasi. Tuttavia, questa vittoria degli obiettivi di politica economica di K. oscura il fatto che nella sua analisi è implicita la sua visione dell'economia capitalistica come essenzialmente difettosa. Questo difetto esiste perché il sistema finanziario necessario per la vitalità del capitalismo

poter essere messo in difficoltà anche da cambiamenti non straordinari. Perfino se la politica economica riesce ad eliminare lo spreco delle grandi depressioni, gli attributi di fondo del capitalismo comportano che si incontreranno periodiche difficoltà nel contenere e poi sostenere la domanda. Una soluzione esplicitamente prospettata da K. come rimedio a questa instabilità di fondo è lo spostamento del peso della domanda pubblica e privata verso i settori pubblici, così da ridurre il potenziale malefico d'instabilità dei mercati finanziari e dell'investimento privato.

L'idea personale di K. era che la sua teoria implicava che l'ordine esistente dovesse essere rimpiazzato da un'economia molto più egualitaria, basata sul predominio del controllo sociale sull'investimento: dal momento che le decisioni private motivate dal profitto non possono garantire un livello di occupazione vicino al pieno impiego, egli proponeva "una ^{quali} certa socializzazione complessiva dell'investimento".

Si può avanzare un certo numero di spiegazioni per l'aborto della Rivoluzione Keynesiana:

a) come molti lavori altamente innovativi, la T.G. è un'esposizione molto maldestra nello spiegare le novità e non priva di concessioni importanti al vecchio (specie in alcuni dei passi relativi agli investimenti, ai tassi d'interesse e alla valutazione delle attività patrimoniali), per cui è necessario estendere e completare le deduzioni dagli elementi innovativi ed eliminare le concessioni al vecchio; b) K., a differenza di altri grandi innovatori, partecipò ben poco al dibattito interpretativo che seguì la T.G. e non poté così affinare e sviluppare la maldestra esposizione originaria; per di più, uno dei suoi più importanti contributi all'interpretazione della sua opera, il rigetto della recensione di J. Viner, che forniva un modello di valutazione delle attività finanziarie in condizioni d'incertezza, dovè riuscire tanto strano e difficile per il mondo accademico che questo recepì piuttosto la più familiare e semplice interpretazione di Hicks, che equiparava la preferenza per la liquidità alla velocità variabile della teoria quantitativa; c) nella seconda guerra mondiale, K. dovè riformulare le sue idee per un regime di scarsità di risorse piuttosto che uno di inadeguata domanda aggregata, focalizzandose su come comprimere il consumo in modo da liberare risorse per scopi bellici: così le applicazioni iniziali dell'economia keynesiana si focalizzarono sull'allocazione di risorse scarse, cioè sugli aspetti della teoria più vicini all'economia classica: la conseguenza è che ancor oggi le teorie della moneta, della finanza e dell'investimento sottese ai modelli econometrici per le previsioni sono più adatte ad un'economia che operi sotto costrizio-

la finanza bellica sia in Gran Bretagna che negli U.S.A. causò un grande aumento dei titoli governativi e delle passività bancarie nelle mani delle famiglie, delle imprese e delle istituzioni finanziarie non bancarie, per cui il fragile sistema finanziario degli anni '30 fu rimpiazzato da un robusto sistema finanziario nei primi decenni del dopoguerra: poiché in questo periodo quindi, la moneta e la finanza non operarono come vitali determinanti della domanda aggregata reale, i problemi economici non furono del tipo contemplato da K. nella T.G., tanto che sedicenti keynesiani annunciarono che cicli endogeni degli affari e crisi finanziarie interne erano una cosa del passato: tanto può influire sulla teoria economica la situazione storica in cui essa viene elaborata; e) la teoria tradizionale, dopo ^{aver} assimilato alcune espressioni e relazioni keynesiane, fece quel che fu ritenuto essere un vero passo in avanti sul piano scientifico: dopo la seconda guerra mondiale gli economisti matematici hanno raggiunto eleganti prove formali della validità della proposizione del laissez faire per un'economia di mercato, sebbene sotto assunzioni tanto restrittive da far dubitare della rilevanza pratica della teoria: in realtà questi risultati della teoria pura sono più apparenti che reali, poiché ^{non} è stato dimostrato che alcuno dei teoremi significativi si applichi ad un regime dove è presente il tempo e quindi l'incertezza, e nel quale moneta e finanza ricevono definizioni significative in termini di bisogno di finanziare stanziamenti in ricchezza reale e investimento. f) le lezioni derivate dall'interpretazione corrente delle teorie di K. non solo non richiedeva alcuna radicale riformulazione della società ma furono anche sufficienti a causa dei criteri abbastanza poco esigenti che vigevano: le semplici regole di politica fiscale, che prendevano la forma di appalti governativi e riduzioni fiscali per sostenere la profittabilità dei beni capitale, hanno avuto successo nel guidare la politica a tal punto che si è di fatto giunti quasi alla piena occupazione.

Dall'economia degli anni '70 sembra che alcuni dei fenomeni economici degli anni '20 e '30 si stiano ripetendo: instabilità finanziaria e crisi, nonché periodi di relativa stagnazione. L'inflazione ora sembra essere una malattia anche delle economie avanzate. Il mondo si sta comportando in modi che possono essere interpretati come anomali dal punto di vista della corrente teoria economica: la sintesi neoclassica che Joan Robinson ha battezzato Keynesismo bastardo sembra in dissoluzione, e sembra valga la pena estrarre da K. gli ingredienti che puntano ad una radicale riformulazione della teoria economica e studiare se questi ingredienti possono servire come punto di partenza per un nuovo tenta-

esaminare la sua interpretazione corrente, perchè sia chiaro ciò da cui si devierà.

Tre insiemi di modelli macroeconomici basati su idee tratte dalla T.G. sono stati elaborati nell'ambito della discussione accademica. Un insieme è basato sulla funzione del consumo ad esclusione di pressochè tutto il rimanente della T.G.. Un secondo insieme consiste di modelli che formalizzano il requisito per la simultanea soddisfazione delle condizioni di equilibrio del mercato delle merci e di quello della moneta. A sua volta, il secondo insieme è trasformato in un terzo insieme di modelli che fanno uso della funzione di produzione e di un ingenuo sistema di preferenze per ottenere le condizioni di equilibrio nel mercato del lavoro, insieme con le condizioni di equilibrio sul mercato delle merci e della moneta del secondo insieme di modelli.

Nel terzo insieme di modelli può insorgere una incompatibilità tra le condizioni di equilibrio nei vari insiemi di mercati. In linea di principio queste incompatibilità possono essere risolte in diversi modi. Nella particolare soluzione che ha dominato la letteratura, la moneta e le attività finanziarie sono introdotte nella funzione del consumo. Questo porta ad un modello "neoclassico" nel quale l'equilibrio del mercato del lavoro domina nella determinazione teoretica dell'equilibrio del sistema, con una completa violazione dello spirito della T.G. e un ritorno al mondo dell'economia classica.

L'introduzione di moneta e variabili finanziarie come parametri determinati endogenamente, che spostano o determinano le relazioni in un modello basato su ingredienti introdotti da K., è l'elemento chiave nella formulazione della sintesi neoclassica: esso ha permesso di arrivare alla conclusione, prima non raggiungibile, che almeno in linea di principio, i processi endogeni di un sistema capitalistico dovrebbero portare ad un equilibrio di pieno impiego e che il mancato raggiungimento o mantenimento del pieno impiego è dovuto o a rigidità, come quella dei salari, che impedisce ai processi di mercato di operare, o a marginali difetti istituzionali, che causano dei traumi al sistema. Ne consegue che un'apropriata gestione della politica economica o piccoli cambiamenti istituzionali possono superare le rigidità e prevenire i traumi. Il primo insieme di modelli, quelli della funzione del consumo, ignorano i fenomeni monetari e, pur non potendo pienamente esplorare gli effetti di una politica di deficit, possono dare vita facilmente a modelli con acceleratore e moltiplicatore e a modelli di crescita del coefficiente di capitale e inoltre provvedono la base per la maggior parte dei modelli econometrici a larga scala sviluppati a scopo di previsioni.

gami che egli vedeva tra la T.G. ed i cd. classici (modello Hicks-Hansen).

L'aggiunta di un mercato del lavoro aggregato ai mercati delle merci e della moneta del modello Hicks-Hansen si riconduce allo schema classico, nel quale il mercato del lavoro ha il predominio. Un'ulteriore modificazione, associata con l'opera di Patinkin, introduce ricchezza e variabili monetarie nella funzione del consumo e ci porta ad un modello nel quale la proposizione che la moneta è neutrale è valida, sotto le condizioni che l'offerta di moneta sia di natura esterna e che qualora esista un'eccessiva offerta di lavoro, essa conduca ad una riduzione dei salari monetari e nei prezzi. Così la teoria quantitativa della moneta ha chiaramente ripreso piede, almeno sul piano della teoria accademica, assimilando quelle che sono ritenute le speciali intuizioni di K.-

Modelli della funzione del consumo:

Nella T.G. la funzione del consumo serve ad identificare la componente passiva, o determinata, della domanda aggregata. La natura passiva delle spese per consumi ha due aspetti: per le classi lavoratrici, che non hanno risorse finanziarie, per il consumo è necessario ricevere reddito dai salari o dai trasferimenti statali oppure essere sicuri di riceverli. Per le classi abbienti, con risorse finanziarie, l'ideologia del mantenimento dell'integrità del capitale tende a rendere il consumo dipendente dal reddito netto piuttosto che da quello lordo. Così, poichè si assume inizialmente che le spese per il consumo non dipendono da finanziamenti esterni in modo significativo, essi non lasciano un residuo finanziario nella forma di contratti che comportano impegni di spesa.

La validità di questa visione del consumo è attenuata da mutamenti istituzionali e di costume: così la misura in cui considerazioni finanziarie influenzano il consumo cambiano col tempo. La crescita del credito al consumo, degli schemi del benessere e dei trasferimenti alle famiglie, da un lato, e la dipendenza del consumo della fascia più abbiente della popolazione da risorse finanziarie, che a loro volta dipendono dal valore che il mercato azionario assegna allo stock dei beni capitale, dall'altro lato, oggi fanno sì che la dipendenza della spesa per consumi dai proventi a breve termine dell'occupazione è un'assunzione meno valida empiricamente per gli U.S.A. degli anni '70 che per quelli degli anni '30. Comunque, in contrasto con quanto affermava K. nella T.G., molti modelli si fondano oggi sull'affermazione che "la funzione del consumo è il cuore della moderna macroeconomia" (Ackley): va riconosciuto che la ricerca econometrica ha avuto un certo successo nella stima empirica di funzioni del consumo, per previsioni e perfino per il controllo - sebbene il fatto

sa totale endogena.

Il semplicistico modello della funzione del consumo trova poco sostegno in K.: egli vedeva l'"occupazione direttamente impiegata nell'investimento come l'occupazione primaria"; l'occupazione nel consumo era secondaria, o derivata.

L'affermazione di K. che costituisce la sua base logica a proposito della funzione del consumo è: "gli uomini sono disposti, come regola e come media, ad aumentare il loro consumo quando il loro reddito aumenta, ma non di quanto aumenta il loro reddito". Questo adattamento ai mutamenti del reddito non si verifica però nel breve periodo, ma nel lungo periodo, tanto che analisti successivi hanno creduto di poter correlare il consumo più strettamente ad un concetto, spesso etichettato come reddito permanente, che è una media di redditi passati, che al reddito corrente.

Nella discussione accademica dall'apparizione della T.G. il concetto di consumo e le idee sulle sue determinanti hanno subito notevoli modifiche. Per K. il consumo, ai fini della teoria dell'occupazione, era una parte della domanda aggregata effettiva. Per il sistema di preferenza della teoria neoclassica però noi consumiamo il flusso di servizi dei beni di consumo durevoli e quindi il concetto di consumo deve includere non solo la parte correntemente consumata della produzione corrente ma anche il flusso di servizi derivante dall'avvenuta accumulazione di beni di consumo durevoli e di case. Questo punto di vista, coerente con la visione del consumo usata nella teoria microeconomica, è fuorviante nella prospettiva della teoria dell'occupazione, che richiede una teoria della spesa delle famiglie nella produzione che durante il periodo corrente usa lavoro, senza riferimenti a quando questa produzione verrà usata e a come la spesa è finanziata. Anche sul concetto appropriato di reddito da usare nella funzione del consumo c'è stato dibattito: alcuni ritengono che sia il reddito permanente o del ciclo di vita piuttosto che il reddito corrente a determinare la spesa per i consumi, il che si spiega con l'idea di una famiglia che programma il suo consumo per un lungo periodo o perfino per tutta la vita e che quindi può prevedere con sicurezza il proprio reddito reale. Una volta però che le spese in consumi sono finanziate esternamente e le unità accettano una visione del reddito ciclica ed incerta nel tempo, il concetto corrente di reddito permanente o del ciclo di vita diviene meno rilevante per determinare il consumo corrente: al suo posto è meglio utilizzare un concetto modificato di reddito permanente che permette di tener conto dell'impatto dell'incertezza e delle condizioni finanziarie della famiglia sulla spesa corrente in

II)

Per di più, a parte i cambiamenti di breve periodo nel livello del reddito, per K., un livello assoluto del reddito più alto avrebbe certamente comportato un allargamento del divario assoluto tra reddito e consumo. K. elencò una serie di fattori obbiettivi diversi dai mutamenti del reddito che influenzano la propensione al consumo: la differenza tra reddito lordo e reddito netto, i guadagni e le perdite in conto capitale, forti mutamenti del tasso d'interesse, la previsione di variazioni nel livello dei prezzi, la politica fiscale e finanziaria del governo e del mondo degli affari. Tuttavia, la variabile principale resta il reddito aggregato misurato in termini di unità di salario.

La funzione del consumo, nella visione di K., era importante perchè portava direttamente al moltiplicatore che spiegava come "le variazioni nell'ammontare dell'occupazione saranno una funzione delle variazioni nette nell'ammontare dell'investimento". Così la relazione di lungo periodo, o secolare, tra consumo e reddito si perde nello sfondo: per K. la funzione ciclica del consumo è maggiormente significativa, perchè il maggior problema che egli cerca di spiegare sono le fluttuazioni cicliche.

In forma lineare semplice il modello della funzione del consumo è scritto:

$$Y = C + I$$

$$C = a_0 + a_1 Y \quad a_0 > 0, \quad 0 < a_1 < 1$$

$$I = I_0 \quad \text{per } a_1 = \text{propensione marginale al consumo}$$

Il livello dei prezzi può essere ignorato: non ha importanza alcuna se Y, C e I sono intesi come reali o nominali.

Questo dà vita alla relazione del moltiplicatore

$$Y = \frac{a_0 + I}{1 - a_1} \quad \text{dove } \frac{1}{1 - a_1} = K, \text{ il moltiplicatore, cosicchè}$$

$$Y = K a_0 + K I$$

Questo modello può essere facilmente espanso: per esempio, il consumo può essere una funzione del reddito disponibile, Y_D , uguale al reddito Y meno le imposte T, e la domanda aggregata può essere scritta includendo la spesa pubblica, G:

$$Y = C + I + G$$

$$Y_D = Y - T$$

$$C = a_0 + a_1 Y_D = a_0 + a_1 (Y - T)$$

La relazione del moltiplicatore qui diviene

della spesa pubblica, e $\frac{a_1}{1-a_1}$ è il moltiplicatore per le imposte. Se

$$\Delta Y = \frac{\Delta G}{1-a_1} - \frac{a_1}{1-a_1} \Delta T \quad \text{e } \Delta G = \Delta T, \text{ allora } \Delta Y = \Delta G$$

che è il più semplice teorema di bilancio in pareggio: un uguale incremento nella spesa pubblica e nel gettito fiscale porta ad un uguale incremento nel reddito.

Se possiamo postulare che le imposte sul reddito sono importanti, cosicché le imposte divengono una funzione del reddito,

$T = \gamma_0 + \gamma_1 Y$, dove γ_0 e γ_1 sono parametri politicamente determinanti della tabella delle tasse, abbiamo che

$$Y = C + I + G$$

$$Y_D = Y - \gamma_0 - \gamma_1 Y$$

$$C = a_0 + a_1 (Y - \gamma_0 - \gamma_1 Y)$$

In questo modello la relazione del moltiplicatore diventa

$$Y = \frac{a_0 - a_1 \gamma_0 + I + G}{1 - a_1 + \gamma_1 a_1}$$

Poiché $1 - a_1 + \gamma_1 a_1 > 1 - a_1$, il moltiplicatore per un modello che rende le tasse funzione del reddito è più piccolo che per un modello in cui le tasse sono indipendenti dal reddito.

La funzione $C_t = a_0 + a_1 Y$ può essere unita ad una formulazione dell'investimento basata su di una relazione di produzione $Y = vK$. In questa relazione $\Delta Y = v \Delta K$, oppure

$I = (1/v) \Delta Y = \beta \Delta Y$, dove v è la produzione per unità di coefficiente di capitale e β è il capitale per unità di produzione. Il legame può prendere la forma $I_t = \beta (Y_{t-1} - Y_{t-2})$

dove $(Y_{t-1} - Y_{t-2})$ è l'ultima variazione nel reddito la cui grandezza sia nota al momento t . Per simmetria, scriviamo $C_t = \alpha Y_{t-1}$, così che il consumo dipende dall'ultimo reddito che è noto al momento t . Combinando i due abbiamo

$$Y_t = (\alpha + \beta) Y_{t-1} - \beta Y_{t-2}$$

che è una forma del modello acceleratore-moltiplicatore. Questa equazione ci fornisce un assortimento di differenti tipi di serie temporali del reddito dipendenti dai valori di α e β e può essere usata come base per esposizioni meccaniche di idee sui cicli economici. La funzione del consumo può anche essere usata per generare modelli meccanici del processo di crescita. Assumendo $v =$ produzione per unità di coefficiente di capitale e $s =$ percentuale di reddito risparmiata al pieno impiego. Allora abbiamo che

$$I = sY, \text{ e } Y = vK \text{ cosicché } \Delta Y = vI.$$

Se chiamiamo $\Delta Y/Y$ il tasso di crescita, g , abbiamo che $g = sv$.

Così la funzione del consumo, nella sua forma più semplice, può essere usata come base per due insiemi di modelli dinamici: i modelli con acceleratore e moltiplicatore e quelli di crescita monosettoriale. Il modello semplice può essere frantumato in modelli relativi a tipi particolari di consumo e di investimento, ma in ogni caso il modello rimane della forma $Y = \sum K_i X_i$ dove K_i è il moltiplicatore appropriato e X_i le variabili esogene predeterminate. Per applicare il modello bisogna ovviamente stimare empiricamente le varie funzioni del consumo, dell'investimento e altre funzioni che vi rientrano: in esso comunque non trovano posto saggi d'interesse, fenomeni monetari, o interrelazioni finanziarie, per cui, pur essendo costruito su di una faccia della T.G., esso è una grossolana e semplicistica distorsione della visione di K..

Quindi il fallimento o il successo di questo tipo di modelli econometrici nelle previsioni non è un valido "test" della validità della teoria di K., per il quale al contrario l'incertezza nelle scelte di portafoglio e quindi nell'investimento è un elemento determinante.

La struttura IS - LM.

L'approccio IS - LM (o modello Hicks-Hansen) è stato avanzato per la prima volta da Hicks nell'articolo "Mr. Keynes and the 'Classics'", con l'esplicito intento di riconciliare la T.G. con la tradizione, ed è il più diffuso apparato espositivo analitico nella moderna macroeconomia. L'articolo di Hicks ora ricordato ignora importanti aspetti della T.G. come le relazioni fondi-flussi, l'incertezza, l'enfasi sulla natura essenzialmente ciclica dell'investimento e i ripetuti riferimenti al quadro istituzionale. Dopo aver notato che quando la teoria classica "è applicata all'analisi delle fluttuazioni industriali incontra delle difficoltà", Hicks tratta la T.G., come se concernesse principalmente delle correzioni secondarie della teoria classica per renderla applicabile a questa analisi, presumibilmente non troppo importante.

Si devono notare due punti, prima di esporre la formalizzazione di Hicks: a) la funzione di preferenza per la liquidità è trattata come una modificazione della marshalliana domanda di moneta, con l'aggiunta della condizione che la domanda di contante è una funzione del tasso d'interesse così come del volume delle transazioni; b) la domanda di investimenti è introdotta ~~nel modo~~ in modo assai casuale: dopo averci spiegato che per la teoria classica l'ammontare di investimento dipende dal saggio d'interesse (oltre che dalla fun=

Nei termini di un frasario che poi è divenuto diffuso, Hicks lavora con un sistema simultaneo nel quale due mercati sono trattati esplicitamente: il mercato della moneta e il mercato delle merci. L'equilibrio richiede la simultanea soddisfazione delle relazioni vigenti in ciascun mercato.

Nella versione Hicks-Hansen della teoria di K., il mercato della moneta è incapsulato in una relazione "endogena" della domanda, che stabilisce che la domanda di moneta è una funzione del reddito e del saggio d'interesse: $M_d = L(i, Y)$, e che l'offerta di moneta è esogenamente determinata dall'"autorità". Per una data quantità di moneta esistente, \bar{M}_s , la funzione di domanda individua i tassi d'interesse e i redditi reali che soddisfano la domanda di moneta. Questa funzione (chiamata funzione LM) è in generale inclinata verso l'alto, sebbene probabilmente con una parte (virtualmente) orizzontale per i redditi bassi e una (virtualmente) verticale per i redditi alti.

Il mercato delle merci consiste di due parti. La prima è la domanda di investimento data dalla già identificata funzione: $I = I(i)$ (usando i simboli attuali). Questa è una funzione del tasso d'interesse inclinata negativamente. La seconda parte è la funzione del consumo, meglio trattata come funzione del risparmio. Se $S = S(Y)$ e $I = S$, abbiamo $I(i) - S(Y) = 0$, che individua una curva inclinata negativamente dei punti di (i, Y) (chiamata funzione IS). L'intersezione di IS e LM definita per una quantità data di moneta, dà il saggio d'interesse e il livello del reddito monetario.

Hicks assume esplicitamente che "w, saggio dei salari monetari pro-capite, può considerarsi come un dato", e implicitamente che il livello dei prezzi, $P = \lambda w$, cosicchè reddito monetario e reddito reale sono correlati in modo assai semplice. Le implicazioni per l'occupazione di diversi livelli di reddito (che comporterebbero la trattazione delle condizioni del mercato del lavoro) non sono esplicitamente discusse. Tuttavia, dato che i salari e i prezzi sono fissati, la domanda monetaria aggregata, o reddito, Y, può essere facilmente trasformata in domanda di lavoro.

Il modello IS-LM aggiunge tre relazioni al semplice modello della funzione del consumo: una equazione di domanda d'investimento, una relazione tra moneta e saggio d'interesse e una offerta di moneta determinata dall'esterno. È di fondamentale importanza per determinare la validità di questo modello come interpretazione di K. il modo in cui è determinata l'offerta di moneta e il modo in cui essa entra nella determinazione del reddito e del saggio d'interesse. K. considerava tre tipi di attività finanziaria: la moneta, che di regola si assume essere

determinato dai rendimenti attesi e dal tasso d'interesse, a sua volta determinato da moneta e debiti.

La determinazione dell'investimento perciò è per K. un processo a quattro stadi: moneta e debiti determinano un saggio d'interesse; aspettative a lungo termine determinano i rendimenti dei beni capitale e dell'investimento corrente (cioè dello stock di capitale); il rendimento ed il saggio d'interesse entrano nella determinazione del prezzo dei beni capitale. L'investimento è portato al punto in cui il prezzo d'offerta del prodotto dell'investimento eguaglia il valore capitalizzato del suo rendimento. Il semplice modello IS-LM viola la complessità del processo di determinazione dell'investimento prospettata da K. Tuttavia è già più sofisticato del semplicistico modello della funzione del consumo, poiché fa posto all'influenza della moneta e alle elasticità (forme e posizioni) delle varie funzioni di influenzare il reddito: vedi la trappola della liquidità, che si ha quando la domanda di moneta o preferenza di liquidità è infinitamente elastica a variazioni del saggio d'interesse e questo, a sua volta, non reagisce a variazioni nell'offerta di moneta. La base logica della elasticità della domanda di moneta nei confronti dell'interesse è spezzata in due punti: una è che la domanda per transazioni risponde a variazioni del saggio d'interesse, l'altra è che la domanda per investimenti di portafoglio determina il tasso d'interesse su altre attività patrimoniali. A questo punto la vaghezza del modello di Hicks, su quale sia il saggio d'interesse considerato, diventa un punto assai debole. L'argomento usuale per la "porzione trappola della liquidità" della scheda s'incentra sulla potenziale perdita in conto capitale, che esiste quando il saggio d'interesse aumenta: questo implica che il saggio d'interesse nella funzione di preferenza per la liquidità è il tasso a lungo termine. D'altro lato, il sostituto della moneta corrente è un'attività a breve termine, che comporta che il saggio d'interesse, nella funzione di preferenza per la liquidità, sia a breve termine. Né si può aggirare l'ostacolo assumendo che il saggio d'interesse sia costante, dato che l'esperienza prova il contrario. Le difficoltà sollevate dalla questione del contenuto della funzione di preferenza per la liquidità hicksiana saranno risolte reinterpretando la funzione di preferenza per la liquidità come una scheda determinante il prezzo di domanda delle attività finanziarie.

In aggiunta alla trappola della liquidità è possibile che la curva IS sia anelastica nei confronti dell'interesse: in tal caso una caduta del saggio d'interesse non accrescerà l'investimento.

dalla simultanea considerazione dei mercati del lavoro, delle merci e della moneta variano nello scopo da modelli che mostrano proprietà che K. mise in rilievo, a modelli che sono semplicemente classici. Uno sviluppo di questi è la sintesi neoclassica, il nerbo della macroeconomia corrente.

Il mercato del lavoro è di solito introdotto nell'analisi aggregata generalizzando il modo con cui specifici mercati del lavoro sono studiati dalla teoria tradizionale dei prezzi: si introduce una funzione della produzione aggregata del tipo $O = \theta(K, N)$ (dove O = produzione, K = stoc di capitale e N = lavoro) tale che $\frac{d\theta}{dN} > 0$ e $\frac{d^2\theta}{dN^2} < 0$ (il prodotto marginale del lavoro, $d\theta/dN$, è positivo per tutti i valori di N e decrescente al crescere di N). La funzione della produzione aggregata è usata per determinare sia la funzione della domanda di lavoro sia la produzione (reddito reale) associata con ciascun livello di occupazione: la prima è la scheda della produttività marginale del lavoro, decrescente al crescere dell'occupazione.

Nella T.G., K. si preoccupò soprattutto di determinare l'occupazione. Tuttavia, fece attenzione a non far uso di una funzione della produzione aggregata nel determinare la domanda di lavoro. Egli prima determinò una funzione dell'offerta aggregata, $Z = \Phi(N)$ e il suo inverso, $N = \Phi^{-1}(Z)$. Poiché la domanda aggregata (investimento + consumo + spesa pubblica) uguaglia l'offerta aggregata, la funzione dell'occupazione può essere scritta come dipendente dalla domanda aggregata: $N = \Phi^{-1}(D)$.

Il modello IS-LM genera il livello della domanda aggregata in termini reali. Inserendo questa domanda aggregata nella funzione dell'occupazione, abbiamo il livello dell'occupazione. Per semplicità, la relazione di offerta di lavoro può essere assunta come infinitamente elastica ad un saggio di salario monetario determinato esogenamente.

Sebbene K. non facesse uso di idee di funzione della produzione per determinare il livello dell'occupazione, egli ne fece uso per determinare il livello dei prezzi associato con ciascun saggio dei salari e per determinare come il livello dei prezzi variasse, per un dato saggio dei salari, al variare dell'occupazione. Poiché i ricavi marginali dovuti all'assunzione di lavoratori addizionali deve uguagliare o eccedere il saggio dei salari, K. raggiunse la conclusione che il livello dei prezzi fosse proporzionato al saggio dei salari diviso per l'efficienza del lavoro - che può essere identificata con la nozione di produttività marginale. Perciò, nei simboli della formulazione della produttività marginale, K. sosteneva che $P = \frac{W_0}{\dots}$, vale a dire che, con un salario mone-

il livello dei prezzi per qualsiasi salario monetario dato cresce col crescere dell'occupazione (e fa quindi scendere il salario reale).

Nella formulazione di K., il comportamento del mercato del lavoro, che determina il corso di W_0 , è il determinante prossimo del livello dei prezzi. Il che, se non contraddice il risultato della teoria quantitativa, almeno lo trasforma nella proposizione condizionata che un aumento della quantità di moneta influenzerà i prezzi perchè prima influenza il mercato del lavoro. Per di più, nella misura in cui le condizioni del mercato del lavoro possono condurre a dei cambiamenti nei salari monetari indipendenti da cambiamenti nell'offerta di moneta, i cambiamenti dei prezzi sono indipendenti da cambiamenti nell'offerta di moneta.

Tuttavia, nell'evoluzione dell'odierna teoria neoclassica, la struttura IS-LM non è stata integrata con il mercato del lavoro in sintonia con la visione di K. che il comportamento del mercato del lavoro e la produttività del lavoro influiscono primariamente sui prezzi. Piuttosto, si estende all'economia nel suo insieme, l'assunzione fatta nello studio dei mercati competitivi - che ciascuna impresa richiederà lavoro fino al punto in cui il salario monetario è uguale al prezzo del prodotto marginale; e si afferma così che il numero complessivo dei lavoratori occupati nell'economia sarà tale che il prezzo del prodotto marginale di un lavoratore sarà uguale al suo salario monetario, ovvero il prodotto marginale di un lavoratore uguaglierà il suo salario reale: $W = P \frac{d\theta}{dN}$ ovvero $\frac{d\theta}{dN} = \frac{W}{P} =$

$$= \theta_N(N) \text{ cosicchè } N_D = \theta_N^{-1}\left(\frac{W}{P}\right).$$

A questa curva di domanda è unita una curva di offerta del lavoro, anch'essa correlata al salario reale: $N_S = \xi\left(\frac{W}{P}\right)$.

L'intersezione delle curve N_S e N_D determina salario reale occupazione di equilibrio, che si assumono raggiungibili mediante processi di mercato. A questo punto l'occupazione, N_E , può essere introdotta nella funzione di produzione per dare la produzione $O = \theta(K, N_E)$. Questa produzione, determinata dalle condizioni di equilibrio, del mercato del lavoro, può ora essere "sostituita" nella funzione d'investimento, di risparmio e di preferenza per la liquidità che formano la struttura IS-LM, per determinare un modello classico che fa uso della struttura hicksiana. In questa trasformazione, queste tre funzioni vengono definite in termini reali.

Le funzioni dell'investimento e del risparmio combinate nella curva IS del modello hicksia-

zione sia determinata dall'equilibrio nel mercato del lavoro, i mercati dell'investimento e del risparmio danno un saggio d'interesse.

Dato che il saggio d'interesse e la produzione sono determinati nei mercati delle merci e del lavoro, la curva di preferenza per la liquidità non ha che un "solo compito" : determinare il livello dei prezzi; e, poichè lo fa con riferimento ad un'offerta di moneta determinata dall'esterno, ci riconduce ad una teoria quantitativa della moneta, con la sola differenza che la velocità di circolazione è ora una variabile che dipende dal tasso d'interesse: $P = \frac{\bar{M}}{L(\bar{O}, \bar{i})}$ (dove \bar{O} è la produzione determinata dal mercato del lavoro e dalla

funzione di produzione, \bar{i} è il tasso d'interesse dato dal mercato delle merci e \bar{M} è la offerta esogena di moneta) che è come dire: $P = \frac{K(\bar{i}) M}{\bar{O}}$.

L'equilibrio nel modello classico è determinato dalle condizioni della tecnica, rappresentate dalla funzione di produzione, e dai sistemi di preferenza delle famiglie: la prima determina le funzioni di produttività marginale del lavoro e del capitale, e quindi la curva di domanda di lavoro e la funzione di domanda dell'investimento; i secondi danno le curve di offerta del lavoro e del risparmio.

Sia il modello classico sia il modello keynesiano IS-LM possono essere estesi rendendo l'offerta di moneta (o il suo saggio di variazione) o il saggio di variazione del saggio di salario endogeni, invece che esogeni: nel modello classico, facendo dipendere le variazioni della quantità di moneta dal saggio d'interesse e dal comportamento delle banche; nel modello IS-LM, facendo dipendere le variazioni del salario monetario ai tassi di disoccupazione e al loro saggio di variazione.

Il modello classico in realtà giunge a conclusioni arbitrarie, poichè fa di sostanziali e prolungate variazioni nell'occupazione un fenomeno accidentale e provvisorio, e non una variabile sistematica.

Un modo per evitare ciò, è la fusione della determinazione hicksiana della domanda aggregata con la determinazione dei salari reali attraverso il mercato del lavoro. Questo può essere fatto facendo sì che la domanda di lavoro, derivata dalla domanda aggregata, in un primo momento domini la determinazione dell'occupazione derivante dalla produttività marginale e dalle preferenze delle famiglie. Così, se il reddito, così come determinato da considerazioni IS-LM, porta ad un eccesso, o ad una deficienza, della domanda di lavoro rispetto alla domanda "di equilibrio" propria del mercato del lavoro, allora il mo-

salari monetari possono cominciare a cambiare in un modo appropriato al raggiungimento dell'"equilibrio" determinato dall'intersezione della domanda di lavoro, derivata dall'introduzione della domanda aggregata determinata da IS-LM nella funzione di produzione, con l'offerta di lavoro. La posizione del mercato del lavoro indicata dal punto d'intersezione, sebbene sia uno squilibrio del mercato del lavoro se definito secondo le condizioni classiche, non innescherà di per se stessa un processo dinamico che tenda ad eliminare la domanda di lavoro eccessiva o deficiente, purchè il reddito delle imprese sia sufficiente per fronteggiare i loro impegni finanziari.

Tuttavia la grossa falla in questa argomentazione consiste nella raggiungibilità o meno di questi punti di "equilibrio" da parte del sistema economico. Il processo presenta due aspetti: uno, le reazioni proprie del mercato del lavoro stesso, e l'altro, una retroazione sulle curve LM e IS della struttura Hicks-Hansen. E una volta che la curva IS e LM sono influenzate, sorge la questione sul se questo porti ad uno spostamento appropriato (cioè equilibratore) nella curva di domanda di lavoro così come determinata dal modello hicksiano.

Pieno equilibrio: la sintesi neoclassica.

Per ciò che concerne le reazioni dello stesso mercato del lavoro, se ci atteniamo alla trattazione classica, una domanda insufficiente dovrebbe in un primo momento far diminuire l'occupazione ad un salario dato, e quindi innescare una caduta dei salari monetari (un discorso simmetrico vale se la condizione di partenza è una domanda eccessiva). La caduta dei salari monetari tenderà ad aumentare la quantità di prodotto che i datori di lavoro sono disponibili ad offrire ad ogni prezzo, ma farà anche diminuire ciò che i lavoratori occupati possono comprare ad ogni livello di prezzi. Il livello dei prezzi e i salari monetari cambieranno nella stessa direzione ed essenzialmente nella stessa proporzione percentuale. Una deflazione dai salari monetari può rivelarsi incapace di rettificare uno squilibrio nei salari reali e nell'occupazione attraverso le reazioni dello stesso mercato del lavoro.

Tuttavia, una caduta dei salari monetari e nel livello dei prezzi influenzeranno il valore reale della moneta e dei debiti. Se la moneta è principalmente costituita dai depositi bancari, allora la moneta può in larghissima misura essere compensata dai titoli che rappresentano i crediti delle banche verso i privati: la cd. moneta interna. Per ogni guadagno reale ottenuto da un possessore di moneta attraverso la caduta dei prezzi, c'è

to. Così il declino dei salari monetari e dei prezzi sarà associato ad una diminuzione nella quantità di moneta nominale, specialmente se l'offerta di moneta è costituita prevalentemente da moneta interna.

Tuttavia, c'è una parte di offerta di moneta che non è compensata da debiti privati verso una banca: moneta metallica per uso corrente e per riserve bancarie; biglietti di banca; e infine debiti del tesoro di vario tipo posseduti da banche e perfino, per estensione, dai privati: la cd. moneta esterna. In una deflazione dei prezzi il valore reale di queste attività aumenta.

Questo aumento nel valore reale del danaro posseduto da private non è compensato da un debito privato è un modo in cui lo squilibrio del mercato del lavoro influenza gli altri mercati, e così influenza l'equilibrio rappresentato dal diagramma IS-LM sottostante al diagramma del mercato del lavoro.

Un modo in cui l'accresciuto valore reale della moneta influenzerà i mercati IS-LM è l'accrescimento della quantità reale di moneta nel diagramma LM, che ne risulterà spostato verso la destra. Se non scatta la trappola della liquidità, si dovrà avere una discesa del saggio d'interesse, che a sua volta dovrebbe portare ad una crescita degli investimenti e del reddito. Questo, talvolta detto "effetto Keynes", condurrà ad uno spostamento "riequilibratore" della funzione della domanda di lavoro verso il punto d'intersezione "classica" tra domanda e offerta di lavoro. L'unico possibile ostacolo a questo processo è l'insorgere di prospettive deflazionistiche nei confronti dei prezzi dei beni d'investimento da parte degli imprenditori, che li indurrebbero a rimandare l'acquisto.

Un altro modo in ^{cui} l'accresciuto valore della moneta influenzerà i mercati IS-LM è l'effetto dell'aumentato potere d'acquisto reale della moneta esterna e delle attività finanziarie sulla propensione al consumo: questa tenderà a salire, così come tende a fare quando si sviluppa un aumento della ricchezza reale delle famiglie. Questo aumento della propensione al consumo per effetto della maggiore ricchezza finanziaria delle famiglie, detto "effetto bilancio reale", sposterà la curva IS verso destra nel piano (L,Y), accrescendo la domanda aggregata. L'impatto potenziale di prezzi più bassi sulla propensione al consumo - e quindi su quella al risparmio - è illimitato, e quindi può compensare il fatto che l'investimento non sia sollecitato attraverso il meccanismo del tasso d'interesse per effetto della trappola della liquidità o di aspettative deflazionistiche: così la funzione dell'occupazione derivata dall'inverso della funzione della domanda aggregata sarà ugualmente "costretta" a passare attraverso l'intersezione delle funzioni classiche di of-

dello schema IS-LM e del mercato classico del lavoro è, così, garantita, a condizione che la rigidità di salari e prezzi non impedisca il processo di deflazione. Questo non vuol^{dire} dire che, secondo coloro che hanno sviluppato questi modelli, questo debba essere lo strumento giusto di politica economica: resta infatti la possibilità che politica monetaria e fiscale possano rettificare il deficit nella domanda aggregata più speditamente del processo di deflazione dei prezzi, o addirittura che esse siano l'unica politica praticabile, per la rigidità dei salari. L'invocazione di un'attiva politica di pieno impiego diviene così compatibile con un credo teorico nella natura auto-equilibrantesi dell'economia.

Conclusione.

I modelli keynesiani finora considerati sono o insignificanti (i modelli della funzione del consumo) o incompleti (i modelli IS-LM senza un mercato del lavoro) o incoerenti (i modelli IS-LM con un mercato del lavoro, ma senza effetto bilancio reale) o non distinguibili nei loro risultati da quelli della più antica teoria quantitativa (la sintesi neoclassica). E' vero che la sintesi neoclassica comporta cambiamenti simultanei e interagenti in vari mercati, e non è rozza, perché non dà il predominio all'equilibrio del mercato del lavoro nella determinazione della produzione. Tuttavia essa addita nella rigidità del mercato del lavoro nei confronti dei salari monetari il colpevole della disoccupazione, e ciò contrasta con l'idea di K. che la flessibilità dei salari metterebbe le cose in termini assai più gravi: un calo di salari e prezzi tenderà ad avviare un processo di restringimento della base monetaria e di deflazione dei debiti, che esacerberà il deficit iniziale della domanda di lavoro.

3. PROSPETTIVE FONDAMENTALI-

Introduzione.

La sintesi neoclassica presenta la T.G. come se illustrasse un modello di equilibrio non diverso da quello che avrebbe potuto accettare un sofisticato seguace di Marshall del tempo in cui K. scrisse: un prolungato stadio di disoccupazione è sì possibile, ma a causa di rigidità, specie dei salari monetari, o di forme particolari di relazioni funzionali, come la trappola della liquidità; il meccanismo di mercato non è essenzialmente difettoso, anzi, sarebbe, in linea teorica, capace di assicurare la piena occupazione. Questa interpretazione della sua teoria fu esplicitamente respinta da K. nella sua risposta alla recensione di Viner. Questi asseriva che "nella teoria monetaria moderna, la

della moneta". Nella visione di Viner, la teoria di K. è essenzialmente il modello marshalliano con l'aggiunta di una precisa specificazione di come la velocità sia determinata. Conclusione simile a quella di Hicks, che nel suo articolo "Mr. Keynes and the Classics" affermava che la teoria di K. "diviene difficile da distinguere dalle teorie marshalliane riviste e qualificate".

K. rigettò l'interpretazione di Viner senza ambiguità. E' necessario interpretare la T. G. in modo alternativo rispetto all'interpretazione che porta alla sintesi neoclassica, in coerenza con le idee espresse da K. nella sua risposta a Viner. L'interpretazione alternativa dà risalto al fatto che K. costruì una teoria per spiegare il comportamento di un'economia capitalistica sofisticata nella sue istituzioni finanziarie. Una tale economia è essenzialmente difettosa, perchè intrattabilmente ciclica. Nella teoria di K. la causa primaria della natura transitoria di ogni stato ciclico è l'instabilità dell'investimento; ma la causa più profonda dell'andamento ciclico di un'economia con le istituzioni finanziarie del capitalismo è l'instabilità dei portafogli e delle interrelazioni finanziarie, poichè le istituzioni finanziarie e monetarie determinano il modo in cui i fondi richiesti, tanto per la proprietà di unità dello stock di beni-capitale, quanto per la produzione di nuovi beni-capitale, sono ottenuti.

Nella parte della T.G. trascurata dalla sintesi neoclassica, K. espose una teoria dell'investimento intesa a spiegare le fluttuazioni della domanda reale e una teoria della finanza intesa a spiegare le fluttuazioni dell'investimento reale. La composizione desiderata di portafoglio e così le relazioni finanziarie in generale sono chiaramente le aree di decisioni dove le vedute mutevoli sul futuro possono più velocemente influenzare il comportamento corrente: il che può esser detto non solo delle imprese e delle famiglie ma anche di istituzioni specificamente finanziarie, come banche commerciali, banche d'investimento, ecc.-

Tre prospettive sono fondamentali per l'interpretazione e la comprensione di K.: l'ambiente ciclico, l'incertezza e la natura dell'investimento. Laddove l'economia classica e la sintesi neoclassica sono basate sul paradigma del baratto, la teoria keynesiana poggia su di un paradigma speculativo e finanziario.

La prospettiva della ciclicità dell'economia.

La prova che è legittimo interpretare la T.G. come un'opera che tratta dell'economia ciclica per effetto delle sue istituzioni essenziali si può cogliere in tutto il volume,

(che presenta il libro come "uno studio delle forze che determinano

Parimenti, alla fine della sua risposta a Viner, K. scrive : "Questa che io offro, perciò, è una teoria sulle ragioni che rendono reddito e occupazione così esposti a fluttuazioni". Nel 1936, quando apparve la T.G., il mondo era in nel settimo anno della Grande Crisi. Ovviamente, economisti, pubblicisti e politici avevano offerto spiegazioni della depressione, al suo spraggiungere: sovrainvestimento, sovraindebitamento, un postumo di un'orgia speculativa, il sistema bancario con riserve frazionarie, errori della Banca Centrale, i sindacati (virtualmente inesistenti negli U.S.A.), la resistenza dei lavoratori verso tagli dei salari, prezzi bassi in agricoltura, un crollo della fiducia. Vi furono molte spiegazioni uni-dimensionali e precise descrizioni di stati e processi del ciclo economico, ma esse non erano integrate in un sistema analitico globale.

Nella T.G. invece K. fece proprio questo: diede un modello capace di spiegare ogni stato ciclico di un'economia, combinando aspetti delle varie spiegazioni uni-dimensionali in una struttura analitica multidimensionale, integrata. Il sottoconsumo fu racchiuso nella funzione del consumo, il sovraindebitamento e le imperfezioni del sistema monetario nella preferenza per la liquidità, e il sovrainvestimento nell'efficienza marginale del capitale. Per di più, lo stato della fiducia, rappresentato da una sofisticata discussione sull'incertezza e le aspettative, fu integrato nella teoria come una determinante della posizione delle altre funzioni. Vari ragionamenti fondati sulla rigidità dei prezzi furono presi in considerazione col riconoscere la relativa inerzia dei salari e degli altri costi, così che il punto fisso nella determinazione del livello dei prezzi fu il saggio del salario monetario.

La T.G. non è una teoria del ciclo economico come tale, ma piuttosto una teoria di come i vari stati transitori di un'economia vengono generati e di come la loro robustezza viene minata. Ogni stato momentaneo risulta da interazioni all'interno di un'insieme di forze di mercato rappresentate dalla forma e dalla posizione di un piccolo numero di relazioni funzionali fondamentali.

Ogni riferimento fatto da K. ad un equilibrio va interpretato come un riferimento ad un insieme transitorio di variabili sistematiche verso il quale tende l'economia; ma, in contrasto con Marshall (per il quale l'equilibrio di breve periodo fa sì che le condizioni dello stock di capitale per l'equilibrio di un lungo periodo siano soddisfatte), mentre l'economia si muove verso un tale insieme di variabili sistematiche, si verificano variazioni endogene che influiscono su di esso. L'analogia è quella di un bersaglio mobile,

come Marshall. Nel suo modello il sistema è capace di essere in uno di una pluralità di stati, ciascuno dei quali porta con sé i semi della sua distruzione: boom, crisi, deflazione, stagnazione, espansione, ripresa. Ciascuno di questi stati del sistema è menzionato nella T.G. e collegato ad uno precedente e ad uno successivo; ciascuno è caratterizzato dalla forma (elasticità) e dalla posizione delle varie funzioni. Tuttavia manca una precisa trattazione del boom, della crisi, della deflazione e dell'espansione. Questi stati del sistema sono pesantemente determinati dal comportamento finanziario, e i dettagli finanziari dell'economia, per quanto accennati, non sono profondamente o sistematicamente studiati.

Questa impostazione è stata a tal punto ignorata che l'economia keynesiana corrente è un affare mozzo a due stadi in cui l'equilibrio di men-che-piena occupazione di una stagnazione porta, in un lasso di tempo più o meno lungo, ad un equilibrio di piena occupazione. La successione ciclica degli stati del sistema non è sempre presentata con chiarezza nella T.G. - Di fatto, ci sono due distinte visioni del ciclo: un ciclo moderato, che può forse identificarsi con un ciclo smorzato acceleratore-moltiplicatore, e un ciclo violento, espansione-depressione. Il primo, descritto nel cap. 18, è basato su di un modesto moltiplicatore e un ammontare prospettivo di investimento moderatamente fluttuante. Il secondo, descritto nei capitoli 12 e 22 e nella risposta a Viner, oltre che in rilievi sparsi in tutta la T.G., è accennato, ma non esaminato a fondo: questo è il vuoto logico, il nesso mancante della T.G. - Per apprezzare il pieno potenziale di quest'opera come guida alla comprensione del moderno capitalismo, dobbiamo completare ciò che K. espose in modo frammentario e casuale su questi argomenti.

L'assenza di una discussione esplicita e precisa dei dettagli di booms e crisi in K. non ci deve in verità trattenere dal compiere quest'opera: agli inizi degli anni '30, quando la T.G. fu concepita, il grande crollo di Wall Street era nella mente di tutti e non era necessaria una esplicita discussione del grande crollo per dimostrare di aver ragione.

La stagnazione degli anni '20 in Gran Bretagna aveva potuto essere spiegata facilmente in seno alla tradizione classica sulla base dell'inopportuno ritorno della sterlina alla parità pre-bellica (tanto che il paese godè di una leggera espansione grazie alla svalutazione della sterlina del '31). Ed infatti "the Economic Consequences of Mr. Churchill" in cui K. discute il ritorno alla sua parità pre-bellica, è nella tradizione classica e nella tradizione classica è anche il T.d.m., scritto anch'esso nel periodo di stagnazione cronica della Gran Bretagna.

L'incertezza.

la descrizione dell'incertezza ed il processo decisionale in condizioni d'incertezza furono da sempre interessi intellettuali di K. - In A Treatise on Probability, pubblicato nel 1921, ma frutto del lavoro di quindici anni, K. trattava dei "vari gradi di credenza razionale circa una proposizione che differenti quantità di conoscenza ci autorizzano ad avere". In questo lavoro K. fa una differenza fra la probabilità di una proposizione ed il peso ad essa conferito. La probabilità può essere solo di rado misurata oggettivamente, cosicchè in genere è necessario fare delle scelte in base a "probabilità soggettive", cioè sulla base di conoscenze insufficienti; queste probabilità soggettive sono esposte a rapide e sostanziali variazioni. Ma, in aggiunta alla probabilità assegnata ad una proposizione condizionale, tanto su basi oggettive quanto su basi soggettive, interviene nel processo decisionale anche il peso col quale la probabilità assegnata è usata come una guida per l'azione. Nel contesto dei problemi economici discussi nella T.G. eventi, come la crisi, possono tanto cambiare la distribuzione delle probabilità soggettive assegnate agli eventi futuri quanto aumentare o diminuire la fiducia che si ricollega alla visione del futuro.

Sia o non sia questo schema dualistico adatto alla descrizione del processo decisionale in condizioni d'incertezza, è fondamentale per ogni interpretazione di K. riconoscere che egli giunse ai problemi della scelta economica che coinvolgono il tempo (e così l'incertezza) con un sofisticato schema filosofico, e che questo permeò la sua teoria economica.

In più K. sostenne che non c'è modo di rimpiazzare quest'incertezza con equivalenti della certezza (calcolo della probabilità) e che le proposizioni probabilistiche ed il peso ad esse conferito variano non in modo imprevedibile ma in modo consistente sotto l'urto degli eventi. Questo lo distanziò coscientemente nelle sue vedute sull'incertezza dai suoi maestri e colleghi: Marshall, Edgeworth e Pigou.

L'incertezza attenua il significato delle funzioni di produzione e delle stabili funzioni di preferenza della teoria convenzionale.

Essa entra con forza nel determinare la condotta in due punti: nelle decisioni di portafoglio delle famiglie, delle imprese e delle istituzioni finanziarie e nelle previsioni delle imprese, dei proprietari di beni capitale e dei banchieri in ordine al rendimento prospettivo dei beni capitale.

Investimento e squilibrio.

K. nella sua risposta a Viner affermò che "la Teoria può essere riassunta dicendo che,

variazioni nella produttività tecnica del capitale e nella propensione individuale al risparmio: le sue determinanti sono le preferenze di portafoglio, le condizioni di finanziamento e l'incertezza. Gli effetti dell'incertezza sui portafogli desiderati e delle modificazioni ^{dei portafogli} sui portafogli desiderati possono essere tali che l'equilibrio verso il quale il sistema tende sia non solo in continuo mutamento, ma anche in rapido mutamento: il comportamento dell'economia è caratterizzato più da tendenze equilibratrici che dal raggiungimento di alcun equilibrio.

LA FINANZA CAPITALISTA E IL PREZZO DEI BENI CAPITALE.-

Introduzione.

L'incertezza influisce nel modo più diretto sul comportamento di un'economia capitalistica incidendo sulla struttura finanziaria, come esemplificato ^{dai portafogli} /interdipendenti delle varie unità. Per sua stessa natura, un portafoglio, che consiste di beni posseduti o controllati e di debiti contratti per raggiungere questo possesso e controllo, comporta l'esistenza di unità decisionali in una posizione attuale che riflette le loro vedute correnti e passate tanto sulle prospettive di particolari unità quanto su quelle dell'economia.

K. discute l'incidenza dei rapporti finanziari sulla domanda nel libro IV della T.G., "L'incentivo a investire". Sfortunatamente la sua discussione su finanza e portafogli, e su come questi si connettono ai prezzi dei beni capitale e al ritmo dell'investimento è confusa: in parte perché egli sopprime il prezzo dei beni capitale nella sua definizione delle funzioni di preferenza per la liquidità, e formula la sua argomentazione solo in termini di saggi d'interesse. Per di più, in una discussione chiave sulla determinazione dei prezzi relativi di diversi beni capitale e finanziari, K. regredisce dalla prospettiva ciclica che domina nel resto del libro ad una prospettiva di crescita nell'equilibrio. Questi errori oscurano la forza del ragionamento e sviano il lavoro interpretativo.-

I flussi liquidi e la domanda di moneta.

In un'economia capitalista un modo attraverso il quale ogni unità economica può essere caratterizzata è il suo portafoglio. Ogni unità economica prende decisioni di portafoglio. Una decisione di portafoglio ha due facce interdipendenti: quella relativa alle attività e quella relativa alle passività. Sia le prime che le seconde sono annuali: esse causano introiti o esborsi liquidi nell'arco di un periodo di tempo futuro fisso o variabile: in altri termini flussi liquidi. La varietà di questi è grande: salari, rendite, interessi, profitti, tassi, trasferimenti alle famiglie, pagamenti per il prodotto finale e simila-

chimico specializzato genererà per l'impresa che ne è proprietaria, con il suo funzionamento, dipendono da come va l'impresa nel suo ramo, da come va quest'ultimo, e da come va l'economia nel suo complesso. Inoltre, non si può ignorare il fatto che un impianto chimico può procurare un flusso liquido attraverso la sua vendita diretta o attraverso la costituzione di un'ipoteca: l'ammontare di denaro che si può ottenere attraverso tali operazioni dipende in ogni momento dalle vedute di altri proprietari o potenziali proprietari di impianti chimici e di banchieri, commerciali e di investimento, circa la capacità dell'impianto chimico di generare flussi liquidi sotto questa direzione aziendale o un'alternativa, all'interno di previsioni sull'andamento economico generale. Lo stato di salute di una impresa ordinaria dipende non solo dal comportamento del mercato per la sua produzione e dalle condizioni alle quali può ottenere i fattori produttivi, ma anche dal comportamento dei mercati finanziari, cioè dalle condizioni alle quali può ottenere prestiti, vendere beni patrimoniali, o emettere azioni.

In contrasto con il carattere condizionale dei flussi liquidi che un impianto chimico può generare, i flussi liquidi che un debito del tesoro genererà alle scadenze contrattuali sono, in termini nominali, assicurati. Inoltre, in un'economia capitalistica avanzata, tutto il debito del tesoro, e i buoni del tesoro a breve termine in particolare, hanno mercati molto ampi e sensibili: è facile per il possessore di un buono del tesoro a breve termine ottenere liquido all'incirca per il valore nominale del titolo. Per il debito del tesoro a più lungo termine, anche se la soddisfazione delle condizioni contrattuali è assicurata, ci sono elementi speculativi che entrano nella decisione di possedere tale debito: cambiamenti nel livello dei prezzi possono infatti incidere sul potere d'acquisto dei flussi liquidi, e il prezzo di mercato di un titolo a più lungo termine rifletterà ad ogni data i saggi correnti d'interesse per la scadenza appropriata.

La moneta liquida è un'attività patrimoniale particolare dal punto di vista dei flussi liquidi: essa, a differenza dei conti di depositi fruttiferi e del debito del tesoro, non fornisce alcun flusso liquido. L'unico valore speciale della moneta è che può essere usata per fare pagamenti liquidi (senza bisogno di esborsi, come nel caso dei buoni del tesoro, che bisogna invece vendere prima). In un mondo con debiti privati in moneta, la moneta è un'attività sicura per far fronte a tali impegni, soltanto rispetto ai quali essa ha un valore costante (infatti il suo valore non è costante ^{ne} rispetto al reddito, nè rispetto ai beni-capitale, dato che i prezzi della produzione e delle attività reali e finanziarie pos=

punto di partenza naturale per la teoria economica. Il semplice fatto che la moneta sia il mezzo di pagamento non vale a caratterizzare un'economia capitalistica: in un mondo dove impegni finanziari servono ad acquistare il controllo o la proprietà di beni patrimoniali, sono questi impegni finanziari, e non la moneta a "comprare" i beni capitale. Il possesso di moneta serve come "assicurazione" contro l'eventualità che l'economia, o particolari mercati, si comportino in modo imprevisto; cioè in modo tale che i flussi liquidi derivanti dalle operazioni o la capacità di procurarsi contanti attraverso transazioni finanziarie si rivelassero insufficienti a soddisfare gli impegni.

Per di più, l'economia contiene unità finanziarie, come banche e compagnie di assicurazione, il cui normale funzionamento richiede che esse ricevano contanti sia perchè i loro clienti fanno fronte agli impegni finanziari contratti verso di loro sia per la vendita, sui mercati finanziari, delle attività finanziarie da loro possedute o delle passività da loro appena create. Per tali unità finanziarie, proprio come per le famiglie e le imprese, il possesso di contante agisce come assicurazione contro ammanchi negli introiti liquidi dovuti tanto ad inadempienze contrattuali dei loro clienti quanto al cattivo funzionamento dei mercati finanziari sui quali esse vendono o prendono a prestito.

La domanda di moneta o le equazioni di preferenza per la liquidità.

In un'economia con complesse e sofisticate relazioni finanziarie, l'insieme delle transazioni che determinano la domanda di moneta è assai più ampio dell'insieme di transazioni su merci che sono collegati al reddito finale, su cui la teoria quantitativa pone l'accento. Fra le transazioni rilevanti vi sono gli impegni di pagamento in contanti stabiliti nei contratti finanziari e l'acquisto, la vendita e il finanziamento di posizioni in attività patrimoniali. La formula di Cambridge e quella di Fisher nella forma in cui si riferisce al reddito ($MV=PO$) ignorano queste transazioni ai fini della determinazione della domanda di moneta; è invece in grado di tenerne conto la formula di Fisher nella forma in cui si riferisce al volume delle transazioni ($MV=PT$, e meglio ancora nella sua piena estensione, $\sum M_i V_i = \sum P_j T_j$, che fa posto a i diversi tipi di moneta e velocità e j diversi livelli di prezzi e tipi di transazioni).

Nella T.G., K. distingue i motivi per detenere moneta in transattivo, precauzionale e speculativo; e quest'ultimo lo definisce come dovuto all'"obbiettivo di assicurarsi un profitto col conoscere meglio del mercato quello che il futuro produrrà": i prezzi attesi dei beni capitale, al pari delle condizioni dei prestiti di moneta, sono le determinanti della

liquidità corrispondente ad un reddito Y "e L_2 è la funzione di liquidità del tasso di interesse r ": L_1 riflette il motivo transattivo e L_2 quello speculativo. K , qui sopprime il prezzo atteso dei beni capitale come determinante della domanda speculativa di moneta. E' necessario invece introdurlo esplicitamente: $M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r, P_k)$, dove il saggio d'interesse r è ora ristretto al saggio sui prestiti di moneta e P_k è il livello dei prezzi dei beni capitale. Possiamo, inoltre, se vogliamo, integrare in questa formulazione il motivo precauzionale dovuto a pendenti impegni finanziari privati, F , dal momento che K , riconobbe la sua rilevanza nei suoi scambi con Ohlin: $M = M_1 + M_2 + M_3 = L_1(Y) + L_2(r, P_k) + L_3(F)$. Qui F crescerebbe col crescere dell'investimento ex ante, riflettendo la domanda precauzionale di saldi liquidi perchè gli impegni di pagamenti futuri aumentano grazie all'aumento nell'attività di investimento. Per di più, alcuni contratti finanziari che possiamo chiamare quasi-moneta, NM , soddisfano la domanda precauzionale di moneta. Perciò possiamo asserire che la domanda netta di moneta sia: $M = M_1 + M_2 + M_3 - M_4 = L_1(Y) + L_2(r, P_k) + L_3(F) - L_4(NM)$, dove L_4 è l'effetto di liquidità della quasi moneta NM .

Nella prima equazione, per una data quantità di moneta, più alto è il reddito, più alto è il saggio d'interesse. Nella seconda, per una data quantità di moneta, più alto è il reddito, più alto è il saggio d'interesse, e più basso è il prezzo del capitale, se il movimento avviene lungo una scheda di preferenza per la liquidità. Ma se il più alto reddito è interpretato come segno di una aumentata sicurezza del reddito derivante dalla proprietà di beni capitale, allora la funzione di preferenza per la liquidità si sposterà, cosicchè per una data quantità di moneta, più alto è il reddito, più alti sono il saggio d'interesse e il prezzo dei beni capitale.

Nella terza equazione, per una data quantità di moneta e un dato livello di reddito, più grande è F , l'ammontare degli impegni finanziari privati pendenti, più alto è il saggio d'interesse e più basso è il prezzo dei beni capitale. Nella quarta equazione, più grande è la quantità di quasi-moneta per una data quantità di moneta, reddito e impegni finanziari, incluso il ritmo previsto d'investimento, più basso è il saggio d'interesse e più alto è il prezzo dei beni capitale.

Con l'introduzione della quasi-moneta introduciamo, attraverso le istituzioni le cui passività sono quasi-moneta, una determinazione endogena della quantità effettiva di moneta.

Poichè la creazione di quasi-moneta riflette una domanda di finanziamenti, un periodo di innovazione finanziaria può portare a prezzi crescenti dei beni capitale a fianco a saggi d'interesse crescenti sui prestiti di moneta.

avrebbe potuto essere riferita alla visione di Fisher, che fa riferimento ai diversi tipi di transazioni che determinano la domanda di moneta; tuttavia il tratto davvero nuovo della formulazione di K., che la rese assai più potente della classificazione di tipi di transazioni di Fisher, è il collegamento della domanda speculativa di moneta ai saggi d'interesse ed ai prezzi dei beni capitale. È un peccato che nella sua definizione della preferenza per la liquidità egli usi il saggio d'interesse sia come la condizione dei prestiti di moneta sia come sostituto del livello dei prezzi dei beni capitale, sopprimendo questo ultimo.

Il valore dei beni capitale e il finanziamento delle posizioni.-

L'unica risposta che, secondo K., si può dare alla domanda: "Perché qualcuno fuori di manicomio dovrebbe desiderare la moneta come riserva di ricchezza?" è che in un mondo in cui non è possibile evitare la speculazione, la moneta non è sterile, perché protegge contro le ripercussioni di alcune contingenze sfavorevoli: solo se il costo di detenere la moneta, cioè il saggio d'interesse, cresce, la moneta sarà sostituita con altri tipi di attività patrimoniali; così, d'altronde, "una accresciuta propensione al tesoreggiamento alza il saggio d'interesse e con ciò abbassa il prezzo di beni capitale diversi dal contante". Nella sua risposta a Viner, K. spiega che il motivo speculativo della detenzione di moneta influisce sul prezzo dei beni capitale influenzando in primo luogo il saggio d'interesse. "Questo non significa, tuttavia, che il saggio d'interesse è il solo fattore che, con le sue fluttuazioni, influenzi questi prezzi. Le opinioni riguardo al loro rendimento prospettivo sono esse stesse soggette a violente oscillazioni, precisamente per la ragione già data, cioè la inconsistenza della base di conoscenza dalla quale esse dipendono. Sono queste opinioni, congiuntamente al saggio d'interesse, che fissano il loro prezzo". Discutendo le relazioni tra il saggio d'interesse ed il prezzo dei beni capitale K. parlava in termini di due mercati: uno nel quale sono determinati i saggi d'interesse e i prestiti di moneta, l'altro nel quale sono determinati i prezzi dei beni capitale; mercati collegati in modo sequenziale, nel senso che gli squilibri di uno influenzano l'altro, e ciascuno ha il suo proprio tempo di aggiustamento.

Una volta riconosciuto che la propensione a detenere moneta si giustifica per motivi di sicurezza (e che questa propensione influisce, attraverso il saggio d'interesse, sul prezzo dei beni capitale), il problema è: contro quali eventi ci si vuole così assicurare?

K. cercò di rispondere a questa domanda nel capitolo 17 della T.G., "Le proprietà essenziali dell'interesse e della moneta", nel quale discute la valutazione dei beni capi-

mento che esse comportano, anche se ciò entrava nella definizione della domanda precauzionale di moneta; 2) egli scivola daccapo, quasi per una sua seconda natura, dalla prospettiva ciclica speculativa nel mondo dell'economia classica, associando il processo di accumulazione a un declino nei rendimenti dei beni capitale riproducibili - presumibilmente a causa della produttività decrescente per il mutare delle proporzioni dei fattori produttivi - cosicchè, alla fine, l'efficienza marginale di ogni tipo di mezzo di produzione prodotto cade al di sotto del rendimento implicito - efficienza marginale - che la moneta guadagna sotto forma di liquidità: l'unica via per evitare tale risultato essendo che il prezzo corrente dei beni capitale cada così in basso da essere al di sotto del costo di produzione previsto.

Una prospettiva ciclica combinata con una esplicita considerazione dei flussi monetari consente di ottenere un prezzo di mercato corrente dei beni capitale prodotti più basso dei vischiosi costi di produzione, in modo assai più naturale di quello avanzato da K. nel capitolo 17 ed assai più consono alla visione del processo capitalistico che permea sia la T.G. che la risposta a Viner.

K. distingue tre tipi di beni capitale: capitale strumentale, uno stock di beni liquidi, e la moneta. Il capitale strumentale produce un reddito, q , lo stock di beni liquidi soffre di un certo deperimento per il semplice decorso del tempo o costo di mantenimento, c , e la moneta non produce reddito nè impone costi di mantenimento, ma è liquida, l . Il reddito q di un bene capitale è il flusso liquido che il bene fornisce con la sua gestione, o per contratto. Per il capitale reale fisico concentrato in unità produttive delle imprese, q è la quasi-rendita marshalliana, cioè il ricavo totale meno i costi vivi. L'ammortamento è uno stanziamento contabile di una porzione della quasi-rendita, che però rimane parte del flusso liquido disponibile. Per K. il prezzo di offerta del prodotto era maggiore dei costi vivi marginali, anche per un'impresa operante in regime di concorrenza, a causa della necessità di aggiungere i costi di utilizzazione ai costi vivi (i costi di utilizzazione sono definiti come "il valore attuale del maggior reddito atteso che potrebbe ottenersi in futuro se gli impianti e le scorte non fossero impiegati presentemente": non si tratta propriamente di un costo; in realtà determina la quasi-rendita minima per ogni quantità prodotta che indurrebbe l'impresa ad utilizzare i suoi beni capitale piuttosto che lasciarli in ozio). Alla quasi-rendita q si deve sottrarre il pagamento degli interessi che dipenderanno dalla struttura debitoria dell'impresa e saranno presumibilmente indipendenti dalla produzione: il carico complessivo degli interessi rappresenta, nell'interpre-

Se il contratto di debito prevede un fondo di ammortamento o include qualche forma di ammortamento del capitale, allora gli impegni di pagamento saranno maggiori del solo carico degli interessi. Tali considerazioni finanziarie spingono l'impresa ad utilizzare parte dei suoi profitti lordi non ancora tassati per fronteggiare i propri impegni finanziari. In concreto, se i contratti finanziari sono sufficientemente a breve termine, possono comportare esborsi liquidi superiori alle quasi-rendite totali.

Così q , la quasi-rendita, è un flusso liquido indipendente dalla struttura debitoria della unità produttiva. Questo è il concetto di reddito usato per determinare il valore di mercato dei beni capitale fisici sottostanti. Presumibilmente, in un mercato dei capitali perfetto, dove incertezze e considerazioni di liquidità non influissero sul valore dei beni, $q - c$ capitalizzato darebbe il valore di mercato delle azioni, c capitalizzato darebbe il valore di mercato dei debiti, e la somma dei due sarebbe costante ed uguale al valore capitalizzato di q ; cioè la struttura debitoria non influirebbe sulla valutazione di un'impresa.

Ai fini della valutazione della liquidità in un contesto ciclico, il concetto dei flussi liquidi deve far posto ai carichi finanziari ed ai debiti per imposte.

K. riconobbe che lo stock di beni liquidi comporta spreco e costi di mantenimento. Egli usa il grano come suo esempio comprendendo in pieno che l'apprezzamento atteso dei prezzi del grano, che è necessario se deve essere profittevole detenere del grano, deve essere grande abbastanza da compensare spreco, canoni d'affitto di magazzini e interesse sul costo del grano nell'arco del periodo in cui il grano è detenuto. Certamente se si pensa di mantenere stocks come grano, si pensa ai costi del finanziamento. Ma questo non è esplicitamente detto nel cap. 17, sebbene il tasso d'interesse monetario sia usato nell'esempio in cui K. determina il saggio d'interesse del grano.

Consideriamo un capitale strumentale puro, che fornisce una quasi-rendita, q , e uno stock puro di beni liquidi, la proprietà dei quali comporta un costo di mantenimento, c . Per gli articoli dello stock liquido, il prezzo corrente di domanda deve essere sufficientemente al di sotto del prezzo di mercato atteso alla fine del periodo di mantenimento così che l'apprezzamento atteso del capitale più che compenserà i costi di finanziamento e lo spreco. La cosa importante da notare è che è il prezzo corrente del bene in questione che si aggiusta in modo che tutta l'offerta corrente è o usata o detenuta in stock.

Se ad un prezzo corrente iniziale c'è un eccesso d'offerta, i prezzi cadranno fin quando il prezzo corrente è aggiunto agli stock assorbiranno l'offerta eccedente. Nel contempo,

di liquidità, allora la produzione corrente di tali beni sarà influenzata dal prezzo corrente, depresso dello stock.

Allo stesso modo, per il capitale strumentale, se q scende con l'accumulazione del capitale allora il prezzo di tale capitale deve cadere cosicchè il saggio di rendimento eguagli il saggio implicito di liquidità della moneta.

Sia per gli stocks liquidi che per il capitale strumentale K , nel cap. 17 abbozza un processo di accumulazione che vacilla rallentando e alla fine si arresta. Ma i booms di cui K scrive nel cap. 17 e nella sua risposta a Viner finiscono con lo scoppio di una crisi e non col gemito di una stagnazione. La crisi sopravviene per l'incapacità, da parte di alcune banche, istituzioni finanziarie o istituzioni non finanziarie di far fronte alle necessità di contanti con gli aumenti di liquido di altre banche o organizzazioni finanziarie. Le società per azioni e le famiglie possono essere considerate banche, a causa del fatto che hanno flussi di contante a cui far fronte e fonti di liquido nella loro partecipazione alla produzione di reddito, nelle attività finanziarie, nei prestiti, e nella vendita dei loro beni.

La fondamentale decisione speculativa di un'economia capitalistica s'incentra su quanto, del flusso di contante previsto dalle operazioni normali, un'impresa, una famiglia o una istituzione finanziaria impegna per il pagamento di interesse e capitale dei suoi debiti. Come fanno, con queste decisioni, le unità a cacciarsi in una situazione nella quale il deflusso di contante dovuto ai loro impegni è più grande dell'afflusso di contante dovuto alle loro operazioni? 1) Deliberatamente, impegnandosi in programmi d'investimento che richiedono finanziamenti esterni; 2) per errore, come la sovrastima dell'afflusso di contante o l'eccessivo ottimismo sulle vendite o sui costi; 3) per l'insolvenza dei propri debitori.

Così ogni impresa ha un bilancio di esercizio, un insieme di attività e passività, che dà un flusso liquido, q , a causa delle operazioni e dell'adempimento dei contratti, e comporta un flusso liquido, c , dovuto ai debiti pendenti. C'è un sottoinsieme di attività, nel bilancio di esercizio, che hanno un buon mercato secondario, cosicchè l'impresa può attendersi di disporre di esse ad un prezzo piuttosto stabile. Per di più queste attività possono essere alienate senza incidere seriamente sul q derivante da impianti e attrezzature. Una impresa perciò deve speculare sul $q - c$, e sulle attività da possedere, valutandole per la loro disponibilità, cioè per i loro rendimenti impliciti sotto forma di l .

Un'impresa può acquistare attività addizionali, che danno q , accrescendo le sue passivi-

dono attività liquide.

Questa decisione di portar^a foglio è una decisione nell'incertezza del tipo che K. discusse così eloquentemente nella sua risposta a Viner. In una situazione di boom, il volume del flusso c per cui ci si impegna, cresce rispetto al volume del flusso q che ci si attende di ricevere; inoltre, a causa dell'atmosfera ottimistica, il rapporto tra prezzo di mercato delle attività che hanno un premio di liquidità l e prezzo di mercato di altre attività finanziarie che danno c , decresce: i saggi d'interesse sulle attività più liquide salgono rispetto agli altri saggi.

Così la speculazione fondamentale di una società capitalista ha due volti: l'acquisizione di beni capitale e la nascita di impegni a pagare contante incorporato nelle passività usate per finanziare queste acquisizioni di capitale. Se la speculazione ha successo, allora i flussi liquidi, incluso l'apprezzamento dei beni capitale risultante dall'acquisizione di beni, sarà più che sufficiente a fronteggiare gli impegni finanziari dovuti alle passività. Questo accrescerà il valore capitale dell'impresa proprietaria; cioè, la valutazione di mercato di $q - c + l$ crescerà più del costo dell'investimento. Così la speculazione riuscita nell'acquisizione di attività reali è un obiettivo degli uomini d'affari: essi sono inevitabilmente speculatori. Tuttavia, come rilevava K., "gli speculatori non fanno danno come bolle su una corrente sicura di impresa. Ma la situazione è seria quando l'impresa diviene la bolla in un gorgo di speculazione. Quando il capitale di un paese diventa il sottoprodotto delle attività di una casa da gioco, è facile che le cose si mettano male".

Con il boom del mercato finanziario che accompagna un boom dell'investimento, c'è uno stimolo reciproco - una retroazione positiva - tra speculazione in Borsa e speculazione delle imprese. Un aumento del prezzo di mercato delle azioni ordinarie di un'impresa in Borsa significa che la valutazione di mercato dell'impresa è cresciuta - abbassando il rapporto degli impegni di pagamento, c , rispetto alla valutazione di mercato dell'impresa. Per banchieri e altri finanziari, questa accresciuta valutazione di mercato dell'impresa implica che l'impresa può accrescere il suo indebitamento - sobbarcarsi ad impegni addizionali di pagamenti in contanti, c .

Un aumento della quantità di moneta rispetto alle altre attività ed agli impegni di pagamento, c , abbassa il premio di liquidità della moneta, e così il valore della liquidità incorporato in differenti gradi in altre attività e debiti. Questo tenderà ad accrescere il prezzo monetario sia dei debiti che danno c che dei beni capitale che danno q , e accre-

loro liquidità. Se noi scriviamo P_k per indicare il valore capitalizzato dei q che un'attività è previsto che dia, abbiamo che

$$P_k = K (q, M)$$

dove P_k è il prezzo di un bene capitale esistente e M è l'offerta di moneta. Abbiamo anche che

$$\frac{d P_k}{d q} > 0 \quad \text{e} \quad \frac{d P_k}{d M} > 0$$

Poichè c'è un limite al potere della moneta di elevare il prezzo dei beni capitale, esiste un massimo

$$\hat{P}_k = K (M, q) \\ M \rightarrow \infty$$

Questo impatto dell'offerta del bene M sul prezzo dei beni capitale può essere combinato con l'effetto della speculazione sui prezzi rappresentato da K , che riflette la struttura debitoria desiderata o accettabile, cioè la propensione ad acquistare beni capitale emettendo debiti che impegnano a futuri pagamenti, c , essendo tali debiti una "moneta" specializzata nell'acquisto di beni capitale. Data una struttura debitoria esistente che incorpori gli impegni di pagamento, c , ed i flussi liquidi attesi, q , quanto più consistenti sono gli impegni debitori accettabili, \hat{c} , relativi ai flussi liquidi attesi, tanto più alto sarà il prezzo dei beni capitale in termini di moneta. Così abbiamo

$$P_k = K (M, q, \hat{c} - c) \quad \text{dove} \quad \frac{d P_k}{d \hat{c}} > 0 ,$$

dove \hat{c} riflette elementi speculativi nel finanziamento delle posizioni nello stock di beni capitale, nel senso che incarna opinioni come quelle sulla probabilità che la gestione dei beni capitale genererà abbastanza contante per far fronte ai pagamenti sui debiti e che i mercati finanziari funzionino bene. Poichè P_k (il prezzo di un'unità nello stock dei beni capitale) è una determinante del prezzo di domanda di un'unità di beni capitale di nuova produzione, cioè di investimento, le variazioni di P_k diventano una causa prossima delle variazioni dell'investimento; variazioni in P_k si verificheranno quando M dovesse mutare restando stabile la funzione, e quando la funzione si dovesse spostare. La funzione si sposterà al mutare delle opinioni sui rendimenti prospettivi, q , e sul valore della liquidità, l . Poichè entrambe tali opinioni riflettono le opinioni più in genere sul futuro, sono soggette agli "improvvisi e violenti cambiamenti" di cui K , scris-

co. Così la funzione P_k sebbene utile strumento operativo, oscilla ampiamente, crescen-

di preferenza per la liquidità, alla quale è preferibile perchè genera assai chiaramente i prezzi degli articoli nello stock dei beni capitale e dei beni finanziari, e anche perchè include nella valutazione dei beni la loro capacità di generare contante attraverso la vendita, cioè la loro liquidità. Poichè il premio che le unità pagheranno per tale liquidità varierà, la capacità di cambiamenti monetari di influenzare l'economia diviene dipendente da ciò che sta accadendo ai premi di liquidità.

La suddetta analisi ci porta ai prezzi relativi di differenti beni capitale e al livello generale dei prezzi dei beni capitale. I prezzi dei beni capitale, che danno q e l , e i debiti, che danno c ed l , sono rapportati in differenti proporzioni all'offerta di moneta, che dà solo un reddito del tipo l e che, per definizione, ha un prezzo di 1 . I prezzi che vengono generati sono i prezzi delle unità nello stock di beni capitale e di beni finanziari. Tuttavia, i beni capitale possono essere prodotti, e nuovi debiti possono essere contratti. Ora dobbiamo studiare la relazione tra il prezzo dei beni capitale e la loro produzione, cioè l'investimento.

Si noti che sullo sfondo di questa discussione il saggio dei salari e il livello dei prezzi della produzione sono, implicitamente, rimasti costanti. Il modello è un modello a due prezzi, dove, nel breve periodo, i prezzi della produzione corrente e quelli dei beni capitale dipendono da diversi processi di mercato. Mentre i salari e i costi correnti della produzione, e così i prezzi di offerta della produzione corrente, si muovono con lentezza, i prezzi delle unità dello stock dei beni capitale e, più direttamente, il prezzo delle azioni scambiate in Borsa possono muoversi rapidamente: così la relazione tra i due livelli dei prezzi può cambiare velocemente.

5. LA TEORIA DELL'INVESTIMENTO

Introduzione.

Nella teoria di K., ove si ignorino la domanda pubblica ed estera, l'occupazione dipende dal consumo e dall'investimento. Il consumo è un elemento passivo, perchè dipende principalmente dal livello del reddito, mentre l'investimento è la forza attiva, quella che spiega le fluttuazioni; e "sono fattori che determinano il saggio d'investimento quelli più instabili, dal momento che sono loro ad essere influenzati dalle nostre opinioni sul futuro sul quale noi sappiamo così poco".

E' chiaro allora che la sommaria assunzione fatta dal professore Hicks nell'espone il contributo di K. - che vi sia una semplice funzione inclinata negativamente, riflettente

Investimento e interesse.

La teoria di K. lega il ritmo fluttuante dell'investimento, che è un concetto relativo alla produzione (settore reale), a variabili determinate nei mercati finanziari, in particolare al tasso d'interesse, definito come il fattore di sconto che uguaglia un ammontare di moneta presente ad un ammontare di moneta futura.

Ci sono due tipi d'informazioni che, basilariamente, il settore reale introduce nella determinazione dell'investimento. Uno è il rendimento prospettivo, indicato come Q , che (al pari di q , che si riferisce ai beni capitale in quanto detenuti nei portafogli) è un flusso liquido. Esso dipende dai rapporti con i costi, che riflettono le relazioni di produzione note, e dalle stime sull'andamento futuro dell'economia e dell'unità produttiva, e perciò è soggetto a variazioni col variare delle opinioni sul futuro.

La seconda determinante dell'investimento è il prezzo d'offerta della produzione di beni d'investimento, intese non come prezzo corrente di questi, ma come il prezzo che indurrebbe un produttore a fabbricare una unità addizionale. Il prezzo d'offerta dei beni capitale può essere interpretato come una scheda, in cui prezzi di domanda più alti dei beni capitale daranno maggiori quantità prodotte di beni d'investimento. Si assume che questa scheda sia stabile nel periodo di tempo considerato. Nel periodo breve, spostamenti sostanziali di questa scheda avranno luogo solo se il saggio dei salari cambia; se l'analisi è fatta in termini di unità di salario, nel breve periodo non vi saranno variazioni significative. Nel più lungo periodo questa curva di offerta si sposterà con cambiamenti nella produttività, ma in una ^{prospettiva} ~~produttività~~ ciclica questo più lungo periodo non ci deve preoccupare.

Le due funzioni stabili nella teoria keynesiana sono la scheda di offerta per i beni capitale e la funzione del consumo, quando entrambi sono misurati in unità di salario. Le altre funzioni, che incorporano direttamente le opinioni sul futuro, ^{non} sono stabili.

Dal momento che l'investimento fluttua, e dal momento che uno degli ingredienti di base nell'analisi dell'investimento - la scheda di offerta dei beni d'investimento - è una funzione stabile, le fluttuazioni osservate devono essere dovute a variazioni di: 1) qualche combinazione di rendimenti prospettivi; 2) il saggio d'interesse così come determinato nei mercati finanziari; 3) il legame tra il fattore di capitalizzazione per i rendimenti prospettivi sui beni capitale e il saggio d'interesse sui prestiti di moneta. Il legame riflette l'incertezza degli imprenditori, delle famiglie e dei banchieri.

I rendimenti prospettivi - Q - sono quasi-rendite, non sono misure della produttività mar-

della scarsità del capitale, egli si rende conto che il rendimento corrente da scarsità di un bene capitale dipende dalla fase del ciclo economico in cui ^{ce} si trova, e non può essere determinato dalla sua produttività tecnologica, come faceva la teoria tradizionale: infatti, durante una depressione, il capitale è sovrabbondante, mentre durante un boom è scarso.

I flussi liquidi che ci si attende dai beni capitale e la scheda del prezzo d'offerta per il capitale di nuova produzione sono i pilastri su cui K. costruisce le influenze del settore reale sull'investimento. Tuttavia essi sono concetti tra loro incommensurabili: i flussi liquidi sono ovviamente un flusso nell'arco di un periodo di tempo, mentre il prezzo d'offerta è un valore corrente. Si deve far fronte al problema di connettere i due concetti.

Nella T.G. questo viene fatto in due modi. Il modo che è penetrato nei modelli correnti è di costruire una relazione negativamente inclinata tra investimenti e un tasso di sconto - detta la scheda dell'efficienza marginale del capitale. L'altra è di capitalizzare i Q per generare un prezzo di domanda per la produzione di beni d'investimento. K. evidentemente pensava che i due metodi fossero equivalenti: non sembrava riattaccare grande importanza alla scelta fra essi, ponendo l'enfasi sul primo nella T.G. e sul secondo nella risposta a Viner. Sfortunatamente, invece, questa scelta ha avuto rilevanti conseguenze. Ma, prima di parlarne, dobbiamo ripercorrere i due approcci di K. al problema. Per la derivazione dell'efficienza marginale del capitale abbiamo una scheda di offerta d'investimento che dice che il prezzo di offerta, P_I , uguaglia una funzione, crescente, dell'investimento, I:

$$P_I = P_I(I) \quad (1)$$

In aggiunta

$$P_I(I) = \frac{Q_1(K_1, Y_1)}{1 + r_1} + \frac{Q_2(K_2, Y_2)}{(1 + r_2)^2} + \dots + \frac{Q_m(K_m, Y_m)}{(1 + r_m)^n} \quad (2)$$

Questa equazione è la formula aritmetica che lega i rendimenti futuri e i prezzi di offerta dell'investimento. Al crescere di P_I per valori costanti di Q, gli r devono scendere per mantenere l'uguaglianza. Se assumiamo che $r = r_1 = r_2 = r_3 = \dots = r_n$, abbiamo un polinomio in r di grado n, che in teoria può essere risolto per uno o più r del giusto ordine di grandezza.

Se non assumiamo r uguali, abbiamo un complicato problema aggiuntivo, che implica equazioni addizionali di determinazione della struttura a termini del saggio d'interesse. Se i

$$P_I = \frac{Q}{r} \quad \text{oppure} \quad r = \frac{Q}{P_I} \quad (3)$$

La r è dimensionalmente uguale al saggio d'interesse che appare, implicitamente o esplicitamente, nei contratti di prestito.

Nelle formule 1 e 2 il prezzo di offerta del capitale di nuova produzione è esplicitamente scritto come una funzione del ritmo dell'investimento. Abbiamo anche che

$$\frac{d P_I(I)}{d(I)} > 0 \quad (4)$$

Inoltre, poichè le quasi-rendite dipendono dalla scarsità del capitale, allora, senza aver riguardo alla fase del ciclo

$$\frac{\delta Q_i(K_i, Y_i)}{\delta(K_i)} < 0 \quad (5)$$

Se assumiamo che l'ammontare del capitale, K_i , nei periodi futuri, $i > 1$, è correlato positivamente al ritmo dell'investimento del periodo 1, allora nell'equazione 2 quanto più grande sarà I , tanto più grande sarà P_I e tanto più piccoli i Q successivi. Gli r che uguagliano il prezzo corrente del capitale e i rendimenti futuri cadranno man mano che il ritmo corrente dell'investimento cresce; r è chiamato saggio di sconto. K definisce "l'efficienza marginale del capitale quel saggio di sconto al quale il valore attuale della serie di annualità, rappresentate dai ricavi attese dal capitale durante la sua vita, eguaglia esattamente il prezzo di offerta del capitale medesimo".

K affermava che l'efficienza marginale di qualsiasi tipo di capitale è destinata a scendere col crescere dell'investimento per due ragioni: a) perchè il rendimento prospettivo cade al crescere dell'offerta di quel tipo di capitale; b) perchè, di regola, la pressione sulle possibilità di produzione di quel tipo di capitale ne provocherà un aumento del prezzo d'offerta. Da questa relazione egli ricavò la possibilità di costruire una scheda inclinata negativamente dell'efficienza marginale del capitale (per ciascun tipo di capitale e per tutta l'economia), aggiungendo che il saggio di investimento sarebbe stato spinto a quel punto della scheda in questione, nel quale l'efficienza marginale del capitale in generale è uguale al saggio di interesse del mercato. Nel combinare i rendimenti prospettivi decrescenti con l'accumulazione e un prezzo d'offerta crescente della produzione di beni capitale, egli può aver confuso l'influenza di differenti stocks di beni

la sua scheda dell'efficienza marginale del capitale e la curva di domanda di capitale contemplata da alcuni scrittori classici.. Inoltre attraverso l'identificazione del saggio di sconto derivato nella formule 1 e 2 con il saggio d'interesse sulle attività finanziarie, questa fuorviante costruzione portò K. all'affermazione, prontamente fraintesa, che "la creazione di nuova ricchezza dipende interamente dalla condizione che il rendimento prospettivo della ricchezza nuova raggiunga il livello posto dal saggio corrente di interesse".

La scelta di questa costruzione da parte di K. portò ad una indebita enfasi sul saggio di interesse (che per K. fu sempre un attributo dei prestiti di moneta) in qualità di regolatore del sistema e ad una troppo pronta accettazione della asserita identità tra scheda dell'efficienza marginale del capitale e schede classiche dell'investimento basate sulla produttività.

Immediatamente dopo aver ricavato la scheda dell'efficienza marginale del capitale, K. scrisse: "La stessa cosa può anche essere espressa come segue. Se Q_r è il reddito prospettivo da un dato capitale nel tempo r , e se d_r è il valore attuale, al saggio corrente di interesse di un'unità monetaria pagabile tra r anni, $\sum Q_r d_r$ è il prezzo di domanda dell'investimento; e l'investimento sarà condotto fino al punto in cui $\sum Q_r d_r$ diventa uguale al prezzo di offerta dell'investimento, definito come sopra". Anche se questa osservazione è sulla strada giusta, contiene una ambiguità, perchè non è chiaro se d_r rappresenta il fattore di capitalizzazione su tutte le attività o sulla specifica attività che dà i particolari rendimenti attesi Q . Tuttavia, è una costruzione alternativa per la determinazione della domanda dei beni capitale di nuova produzione, dal momento che si accentra sulla capitalizzazione dei rendimenti prospettivi. Se correttamente interpretato, esso fa posto esplicitamente a due fattori attenuanti fra produttività ed investimento, dei quali il primo è la variabilità dei rendimenti prospettivi e il secondo è la variabilità del rapporto tra il valore presente, ovvero il saggio di capitalizzazione, d_r , e il saggio di mercato dell'interesse sui prestiti di moneta: uno schema, come si vede, assai meglio predisposto dell'altro all'introduzione d'incertezza e propensione al rischio dei detentori di attività nella determinazione degli investimenti. Inoltre è possibile integrare nell'analisi assai facilmente il prezzo di mercato delle azioni: questo, insieme con il valore di mercato dei debiti, ci dà una valutazione di mercato dell'insieme dei beni capitale concentrati in un'impresa; se la valutazione di mercato è alta rispetto al prezzo di offerta degli stessi beni di nuova produzione, allora presumibilmente il ritmo

di capitalizzazione sui rendimenti prospettivi.

La relazione fondamentale nella teoria dell'investimento è il prezzo di domanda dei beni capitale in quanto determinato dalla capitalizzazione dei rendimenti prospettivi:

$P_{k_t} = C_t(Q_t)$, dove C_t è il fattore di capitalizzazione, Q_t sono i rendimenti prospettivi dati e P_{k_t} il prezzo di domanda di un tipico bene d'investimento. La questione è allora cosa determini il saggio di capitalizzazione, C_t . Per questa parte della nostra discussione assumiamo che il saggio d'interesse sui prestiti monetari sia dato. Perciò sappiamo che se i rendimenti prospettivi fossero impegni contrattuali ad esborsi liquidi su prestiti in moneta, il prezzo di quel contratto sarebbe $P_t = C_t(CC)$, dove C_t è il saggio di capitalizzazione per i prestiti di moneta e CC è l'impegno contrattuale ad esborsi liquidi. La relazione tra C_t e C_t dipende dalle valutazioni di mercato della sicurezza di possedere diritti ad un impegno certo o contrattualmente coperto ad un esborso liquido, CC , piuttosto che diritti ad un rendimento incerto ed esposto alle fluttuazioni del mercato, Q . Il prezzo di un contratto che assicura pagamenti di contante riflette sia la sicurezza dovuta al fatto di conoscere i flussi liquidi sul debito sia la liquidità dovuta alla relativa commerciabilità del debito, rispetto ad un bene capitale.

Se definiamo uno stato di incertezza come il riconoscimento che esistono imprevedibili contingenze, insieme ad una valutazione dei redditi alternativi, allora, per un dato stato di incertezza, possiamo scrivere $C = \mu C_t$: il saggio di capitalizzazione dei beni capitale è una qualche proporzione, $0 < \mu < 1$, del saggio di capitalizzazione dei prestiti di moneta. Un aumento di μ , una diminuzione dello stato di incertezza, accrescerà il prezzo dei beni capitale rispetto al prezzo dei debiti. In altre parole il valore di debiti e beni capitale dipende dal valore che si assegna alla liquidità di un bene, il flusso liquido implicito, l , di cui si è discusso sopra. Se i beni capitale incorporano meno liquidità dei debiti, e se il valore della liquidità diminuisce, allora il prezzo dei beni capitale salirà rispetto sia al denaro che ai debiti.

Se ci volgiamo alla determinazione del saggio di interesse sui prestiti di moneta, la posizione di K è chiara: "il saggio corrente di interesse dipende non dalla forza del desiderio di detenere ricchezza ma dalla forza del desiderio di tenerla rispettivamente in forme liquide e in forme non-liquide, unitamente alla relazione tra l'ammontare dell'offerta di ricchezza in una forma e l'offerta di ricchezza nell'altra forma". Così il saggio di interesse su di una offerta fissa di prestiti di moneta varierà inversamente con l'offerta di moneta, e il saggio di capitalizzazione varierà direttamente con l'offerta di

ti di moneta si assottiglia man mano che la proporzione dei prestiti di moneta rispetto alla moneta decresce, cosicchè il saggio di interesse può raggiungere livelli così bassi che ulteriori aumenti nell'offerta di moneta non riusciranno a farlo scendere ancora: ognuno preferirà avere danaro contante piuttosto che essere titolare di un credito che dà un saggio d'interesse così basso.

Così il saggio di capitalizzazione C_l sui prestiti di moneta è una funzione dell'offerta di moneta, $C_l = Q(M)$, cosicchè

$$\frac{\delta[C_l]}{\delta M} > 0, \quad \text{e} \quad \lim_{M \rightarrow \infty} \frac{C_l}{M} \text{ è un qualche numero finito.}$$

Così, dato uno stato della preferenza per la liquidità che determina C_l e dato un differenziale tra il saggio di capitalizzazione applicabile ad un bene capitale e quello applicabile ai prestiti di moneta, che pure riflette lo stato della preferenza per la liquidità, un dato rendimento prospettivo su di un bene capitale Q_i sarà trasformato in una funzione che riferisce il prezzo di domanda di questo bene capitale alla quantità di moneta. Questa funzione sarà tale che

$$\frac{\delta P_{ki}}{\delta M} > 0, \quad \frac{\delta^2 P_k}{\delta M^2} < 0, \quad \text{e} \quad \lim_{M \rightarrow \infty} \frac{P_{ki}}{M} = \hat{P}_{ki}.$$

Cioè, il prezzo di domanda dei beni capitale aumenterà all'aumentare della quantità di moneta, aumenterà ad un saggio decrescente all'aumentare della quantità di moneta, e per ogni insieme di Q prospettivi c'è un massimo finito al prezzo di un bene capitale raggiungibile attraverso l'aumento dell'offerta di moneta.

Così

$$P_{ki} = P_{ki}(M, Q_i) \text{ per ogni bene capitale.}$$

Questa funzione include una relazione tra un saggio puro di interesse e la quantità di moneta e un particolare differenziale tra il saggio di capitalizzazione implicato dal saggio puro di interesse ed il saggio di capitalizzazione sul particolare bene capitale K_i . Questo differenziale riflette lo stato dell'incertezza riguardo ai Q attesi e il valore di liquidità assegnato al bene K_i . Questi attributi d'incertezza e di liquidità tendono a rimanere in un rapporto in qualche modo fisso tra le diverse specie di beni capitale o in un rapporto soggetto a variazioni prevedibili nell'arco del ciclo economico. Così possiamo generalizzare l'asserzione ora fatta in relazione ad un particolare bene capitale

attese aggregate e dalla quantità di moneta.

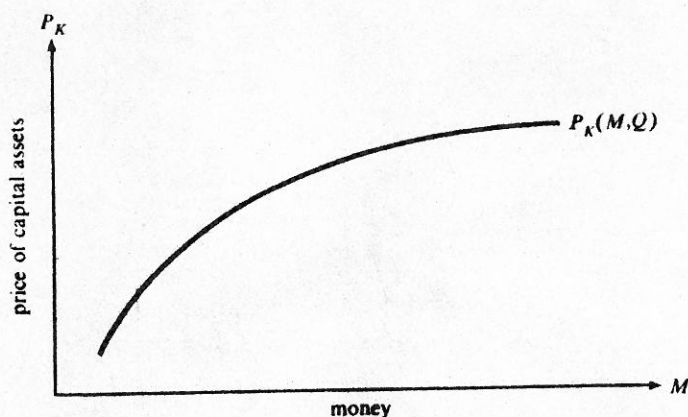


Diagram 5.3 PRICE OF CAPITAL ASSETS AND MONEY

Il carattere di fondo di questa relazione aggregata $P_K(M, Q)$ è la sua instabilità: in base al nostro ragionamento, essa può venire: 1) dal nesso tra la quantità di moneta ed il saggio d'interesse sui prestiti di moneta; 2) dal nesso tra il saggio d'interesse sui prestiti di moneta ed il saggio di capitalizzazione su particolari flussi di rendimenti prospettivi; 3) dalle fluttuazioni nel rendimento prospettivo dovuto a cambiamenti nelle aspettative di più lungo periodo.

Risultato di questa instabilità: ci sono situazioni nelle quali variazioni nell'offerta di moneta possono riuscire ad influenzare l'investimento, altre nelle quali invece variazioni nei legami ora ricordati oppure nel reddito prospettivo possono compensare l'influenza della moneta.

Così K. offrì una spiegazione del perché l'investimento non fosse strettamente legato a concetti di funzione di produzione e del perché l'offerta di moneta fosse un regolatore alquanto incostante dell'investimento. Sebbene accennò alle varie fasi del ciclo economico, egli non sviluppò mai esplicitamente una teoria del boom e della crisi, perché non articolò mai una spiegazione di come si evolve la struttura debitoria di imprese, banche ed altre istituzioni finanziarie e di come la moneta ed i suoi sostituti vengono generati endogenamente.

Strutture debitorie e il ritmo dell'investimento di una unità.

Già K., pur non entrando in particolari, poneva l'accento al fatto che, in un'economia in cui esiste il sistema di dare e prendere danaro a prestito, la finanza assume una speciale importanza

gli altri sono impegni contrattuali, con sanzioni in caso di inadempimento; per le azioni, ogni divergenza dei dividendi e delle attese inciderà sui prezzi di borsa. Generalmente l'acquisto di beni capitale addizionali è finanziato ~~parzialmente~~ ^{parzialmente} dall'impresa con fondi propri e per il resto con fondi prestati o esterni, dei quali il capitale derivante dalle nuove azioni è una classe. Come già detto sopra, la fondamentale decisione speculativa di un'impresa riguarda la misura in cui far ricorso a queste due diverse fonti di finanziamento per il capitale di cui ha bisogno: questa decisione determina la sua grandezza, in base ai ^{beni} capitali ~~ed~~ al fatturato, e il saggio di crescita di questi ultimi. Esaminiamo il comportamento di una tipica impresa che voglia fare un investimento.

Questa impresa si attende un profitto lordo \hat{Q}_i , dopo il pagamento delle imposte, e dopo i necessari pagamenti dei suoi debiti e dei suoi dividendi; \hat{Q}_i è indipendente dal livello di investimento di quella stessa impresa.

Assumiamo che il prezzo di offerta del bene capitale che essa intenda comprare, P_{Ii} , sia indipendente dall'ammontare comprato da quest'impresa, date le dimensioni di questa. Perciò, l'ammontare di investimento che può essere finanziato interamente è $\hat{I}_i = \hat{Q}_i / P_{Ii}$. Se l'impresa investe per un'ammontare maggiore, dovrà impegnarsi a pagare in futuro contanti, sotto forma di vari flussi, CC, in cambio del finanziamento esterno attuale (oppure dovrà diminuire le sue riserve liquide, il che fa lo stesso agli effetti del suo margine di sicurezza).

L'impresa capitalizza i suoi rendimenti prospettivi, Q_i , che includono dividendi, interessi, e altri pagamenti liquidi, ma escludono ^{le} imposte - ad un saggio \hat{K} . Questo conferisce un valore allo stock di beni capitale dell'impresa, $\hat{P}_{Ki} \cdot K_i = K(Q_i)$, che è indipendente dalla struttura finanziaria dell'impresa. L'impresa capitalizza anche i suoi impegni ad esborsi liquidi, CC, dovuti a debiti, dividendi, ecc. Assumiamo in questo ragionamento che il saggio di capitalizzazione dei debiti sia anch'esso \hat{K} , per quanto ce lo dovremmo attendere in realtà più alto, poichè i flussi liquidi sui debiti, i CC, sono visti come sicuri, mentre quelli derivanti dai beni capitale, i Q , sono incerti.

Perchè si faccia luogo ad investimenti, è necessario che $P_{Ki} > K(Q_i) / K_i \geq P_{Ii}$, che il prezzo di un'unità di capitale sia maggiore o uguale rispetto al prezzo di un'unità di investimento.

Per finanziare l'acquisto di beni capitale tanto attraverso i guadagni trattenuti, \hat{Q}_i , quanto attraverso i debiti, è necessario che $\hat{K}(Q_i - CC_i) > 0$. In un mondo astratto, ipotetico, in cui l'offerta di finanziamenti ad un'impresa è infinitamente elastica, in cui

sui debiti necessari a finanziare l'acquisto di un'unità di capitale sono inferiori ai rendimenti prospettivi, un'impresa comprerebbe un ammontare infinito di beni capitale. Ma l'esistenza di volgari realtà quali il rischio del debitore (riguardo all'effettivo conseguimento dei rendimenti attesi) ed il rischio del creditore (riguardo all'adempimento del debito), lasciando da parte posizioni di monopolio e di monopsonio, fanno sì che, anche se $\hat{K} (Q - C) > 0$, l'impresa acquisterà solo un ammontare limitato di beni capitale.

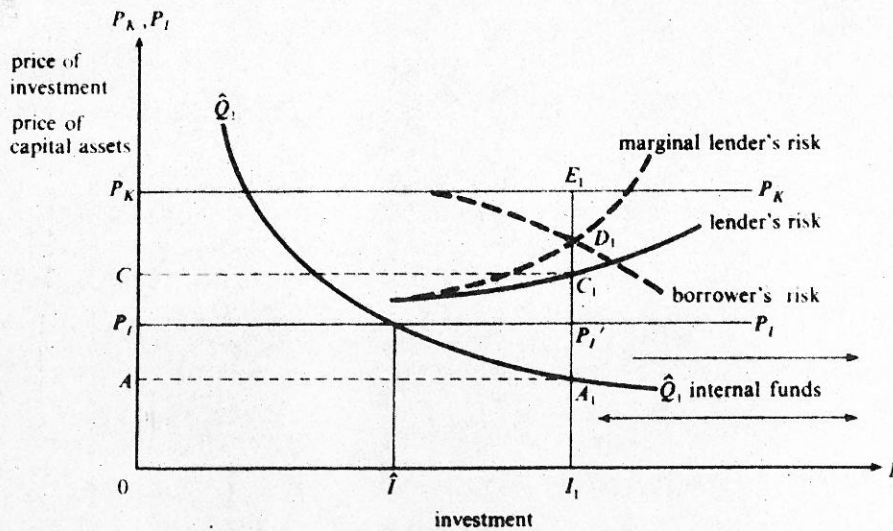


Diagram 5.4 THE FINANCING BEHAVIOR OF A REPRESENTATIVE FIRM

Il rischio del debitore ha due aspetti: a) oltre un certo livello di ricchezza, l'investitore tende a diversificare, cosicchè il saggio di capitalizzazione per ciascun tipo di bene capitale declina al crescere dell'ammontare posseduto; b) all'aumentare del rapporto dell'investimento finanziato con debiti rispetto a quello finanziato con fondi interni, il margine di sicurezza decresce e si abbassa il saggio di capitalizzazione che il debitore assegna ai Q . Il rischio del debitore è soggettivo; non appare mai sui contratti conclusi.

Il rischio del creditore appare sui contratti conclusi: per qualsiasi situazione di mercato, esso, applicandosi ad una particolare impresa, prende la forma di impegni a maggiori esborsi liquidi, sotto forma di interessi più alti, termini di scadenza più brevi, richiesta di impegnare specifici beni come garanzia collaterale ecc. Esso aumenta al crescere del rapporto tra finanziamento attraverso debiti e finanziamenti mediante azioni o del rapporto tra deflussi e afflussi prospettivi totali di contatti; ed aumenta ad un saggio crescente. Per di più tutti i debiti contratti da un'unità dovranno conformarsi al contrat-

che essi riflettono valutazioni soggettive. Due imprenditori, di fronte a identiche circostanze obbiettive, ma con diversi temperamenti, vedrebbero in modo assai diverso il rischio del debitore. I rischi del creditore conducono a modelli osservabili di saggi di prestito, del tipo di quelli che appaiono nei compensi richiesti oltre al "prime rate" che le imprese devono pagare alle banche. In ogni momento, "il mercato" sembra operare con un consenso circa l'estensione delle operazioni finanziabili con crediti ad un particolare tasso di interesse, ma questo consenso è soggetto a cambiamenti nell'arco del ciclo economico.

L'intersezione della curva di domanda (rischio del debitore) e della curva di offerta (rischio del creditore) determina la scala dell'investimento.

Dopo che i beni capitale sono stati integrati nel processo produttivo dell'impresa, e se questi beni capitale danno i Q previsti, allora al saggio di capitalizzazione \hat{K} , i beni capitale acquistati avranno un valore P_k , maggiore del prezzo dell'investimento: l'investitore realizzerà un guadagno di capitale. I debiti, ora più sicuri, genereranno i flussi liquidi previsti, ma saranno capitalizzati ad un saggio d'interesse più basso di quello iniziale, poichè il compenso del rischio del creditore si sarà dimostrato troppo elevato. Di conseguenza anche i possessori dei titoli avranno un guadagno di capitale. L'esistenza di un rischio del creditore e di un rischio del debitore come fattori limitativi dell'investimento assicura che la gestione ben riuscita dei beni capitale porterà ad un apprezzamento di capitale sia per il debitore che per il creditore.

Il ritmo dell'investimento è assai sensibile a questi rischi del debitore e del creditore: se la curva di rischio del creditore cade bruscamente verso il basso dal valore capitalizzato dei rendimenti Q e la curva di rischio del debitore sale bruscamente dal prezzo dei beni di investimento, allora l'investimento sarà in prevalenza finanziato internamente; se esse invece sono poco inclinate, il finanziamento ^{esterno} dell'investimento sarà azionato in modo sostanziale.

Ogni periodo eredita dal passato sia una struttura debitoria sia un insieme di beni capitale. Se le ripercussioni dell'esperienza su preferenze ed aspettative sono tali che i rischi del debitore e del creditore sono abbassati, cosicchè per un dato \hat{Q} si intraprende $I_2 > I_1$ di investimento, allora dovrà verificarsi uno spostamento paragonabile nel rapporto debiti-azioni accettabile per lo stock di beni capitale posseduto dall'unità. Questo svelerà la possibilità di finanziare una ingente quantità di investimenti attraverso prestiti

... della stock di beni capitale ereditato, a causa dell'apprez-

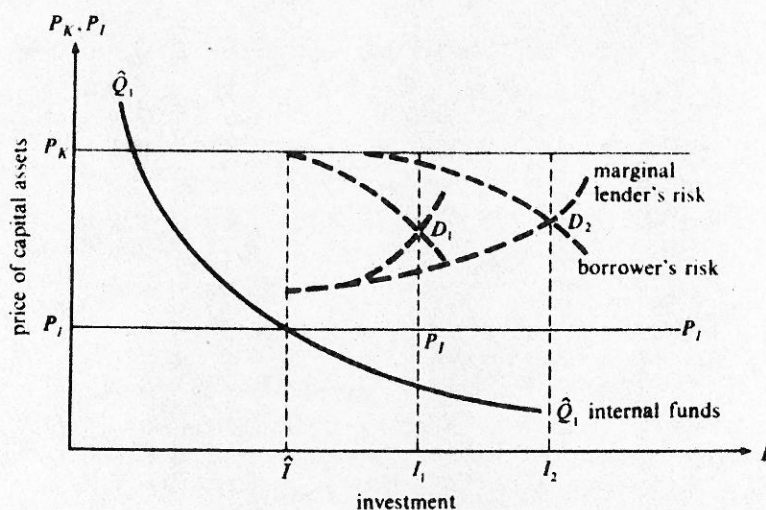


Diagram 5.5 SENSITIVITY OF INVESTMENT TO RISK ESTIMATES

Se una diminuzione dell'avversione al rischio incide sulle famiglie che possiedono azioni nello stesso modo in cui influenzano dirigenti d'azienda e banchieri, che regolano il debito nelle proporzioni di volta in volta accettabili per l'investimento e il possesso di capitale, le famiglie vorranno utilizzare più debito per possedere azioni; e i banchieri saranno disposti a finanziare questi acquisti di azioni. Ciò condurrà ad un aumento dei prezzi delle azioni, e quindi accrescerà P_k per dati Q .

L'investimento aggregato.

Il ragionamento fatto fin qui in relazione ad una ipotetica impresa o famiglia può essere esteso a tutta l'economia. Abbiamo visto prima che per un dato stock di beni capitale, le preferenze di portafoglio fanno sì che il prezzo di mercato dei beni capitale sia correlato positivamente alla quantità di moneta. Questa funzione $P_k = P_k(M, Q)$ include tre relazioni instabili, identificate da K.: tra la moneta e il saggio d'interesse sui debiti; tra il saggio di interesse sui debiti ed i fattori di capitalizzazione per i beni capitale; e tra questi ultimi ed il rendimento prospettivo dei beni capitale. Data la quantità di moneta, questa relazione determina un prezzo di domanda dei beni di investimento.

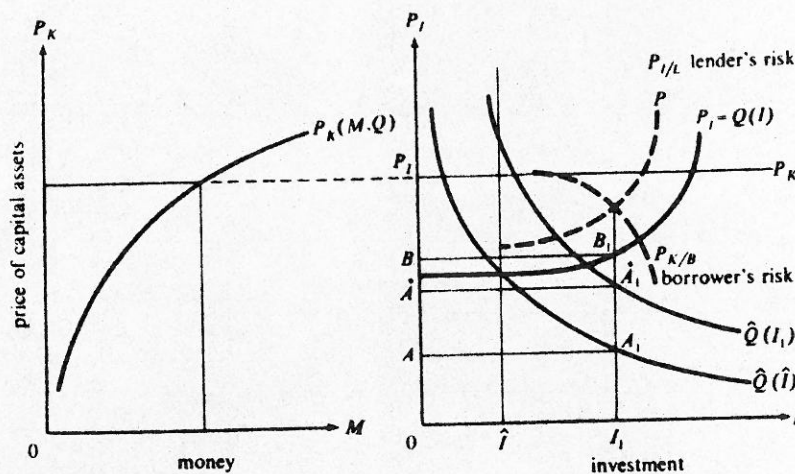


Diagram 5.6 AGGREGATE INVESTMENT AND FINANCE

La figura mostra la relazione tra investimento aggregato e finanza. La curva di offerta dei beni di investimento è una funzione crescente della quantità di investimento. I fondi interni attesi sono dati da $\hat{Q}(\hat{I})$. L'intersezione di $P_{I/L}$ e $P_{K/B}$ - il prezzo d'offerta dei beni di investimento dipendente dal rischio del creditore (dei banchieri) ed il prezzo di domanda degli stessi dipendente dal rischio del debitore (delle imprese) - determina il ritmo effettivo dell'investimento. Dell'ammontare totale speso per investimenti OBB_1I_1 , OAA_1I_1 sono i fondi interni previsti e ABB_1A_1 sono i fondi ^{prestati} previsti. Assumiamo che il piano di finanziamento, per l'investimento di I_1 , fosse basato sui profitti che le imprese si attendevano di guadagnare se il reddito aggregato fosse stato sufficiente a finanziare un investimento aggregato di \hat{I} . In realtà l'investimento aggregato è I_1 , e poichè questo maggiore investimento porta ad un reddito più alto di quello previsto, porterà anche un flusso di fondi interni di $\hat{Q}(I_1)$, maggiore di quello previsto: la parte OAA_1I_1 dell'investimento sarà finanziata internamente. ^{e quella ABB_1A_1 sarà finanziata esternamente.} L'aumento dei profitti realizzati frustra parzialmente il piano per finanziare attraverso i debiti l'investimento delle imprese e allo stesso tempo rafforza la volontà delle imprese e delle banche di finanziare attraverso i debiti ulteriori incrementi dell'investimento. Per di più, poichè i carichi di indebitamento sono inferiori al previsto, i dividendi azionari saranno maggiori ed il prezzo delle azioni salirà.

Man mano che però la volontà di finanziare investimenti attraverso debiti cresce e trova applicazione, la proporzione oggettiva dei CC ai Q aumenta: così i profitti lordi (totali e gli impegni liquidi dovuti a debiti) cominceranno a crescere meno rapidamente del ritmo dell'investimento e del debito. Nella ricerca di nuovi modi per finanziare l'inve-

implica che le esigenze di liquido a breve termine dovute ai debiti possono superare il liquido generato dai Q : ciò è dovuto soprattutto alla natura di breve termine di molti debiti del boom, che richiedono il pagamento del capitale ad un ritmo più rapido di quello che permette il liquido generato dalle operazioni sottostanti.

Un boom, una volta iniziato, vive una vita precaria. Dipende dalla realizzazione di aspettative ottimistiche circa i rendimenti, cosicchè ne derivano guadagni di capitale tanto per gli investitori in debiti ed azioni quanto per gli investitori in beni capitale. Per una moltitudine di possibili ragioni (salari o costi di produzione crescenti, retroazioni dei crescenti saggi di interesse sul valore di debiti a lungo termine più vecchi, l'alto costo del rimborso di debiti preesistenti) un gran numero di unità può essere spinto a cercare di raccogliere contante sfruttando la liquidità che alcuni dei loro beni presumibilmente hanno, cioè cercando di vendere beni "liquidi". Per di più, per alcune unità il peso dei debiti può divenire così forte da costringerle a vendere o ad impegnare beni capitale. Quando questa tendenza si generalizza, i prezzi dei beni cadono a precipizio, compresi quelli delle azioni; e cade pure il prezzo di domanda corrispondente dei beni capitale.

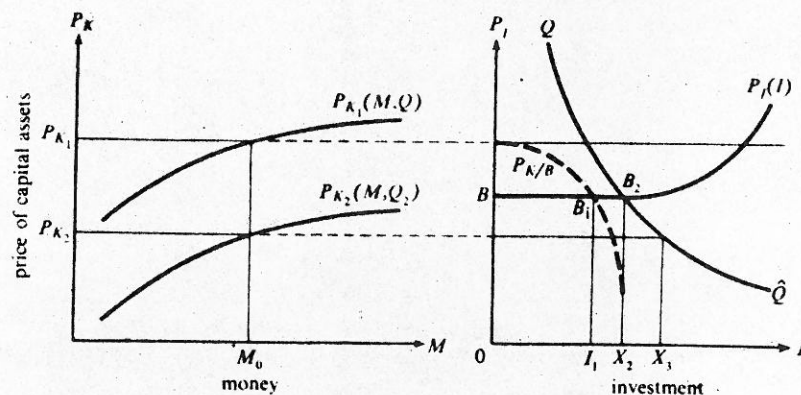


Diagram 5.7 EFFECT OF A SHIFT IN THE $P_K(M)$ FUNCTION

La figura mostra la situazione dopo una "crisi", ovvero la riconsiderazione della struttura debitoria desiderabile. Con $P_{K_1}(M, Q)$ e M_0 di moneta il prezzo di mercato dei beni capitale è alto abbastanza da poter risultare un positivo finanziamento attraverso i debiti. Tuttavia, la recente esperienza ha fatto sì che i potenziali debitori vedano il loro rischio in modo tale da desiderare solo un investimento OI_1 : avviene cioè una ristrutturazione del bilancio nel senso di una maggiore prudenza: ad esempio, dei fondi interni previsti. ORR: I sarà spesa per investimenti e I B R Y sarà usato per rimborsare debiti

zati saranno inferiori al previsto e, non essendo stato realizzato il miglioramento desiderato nei bilanci, potrà a questo punto innescarsi un processo deflazionistico debito-reddito a spirale.

Se P_{k_e} è la relazione che assegna il prezzo ai beni capitale, tutti i fondi interni previsti saranno usati per rimborsare debiti o acquisire beni finanziari. Nella figura, il massimo $P_{k_e} (M, Q)$ è inferiore al minimo P_I . All'interno dell'insieme di diagrammi usati per illustrare la relazione dell'investimento, questa è una illustrazione della trappola della liquidità. Non è richiesto, come si vede, che il saggio di interesse sul debito pubblico rimanga costante mentre la massa monetaria viene accresciuta: perfino se il saggio di interesse continua a cadere, il saggio di capitalizzazione applicato ai beni di investimento può non salire a sufficienza per provocare investimenti.

ISTITUZIONI FINANZIARIE, INSTABILITÀ FINANZIARIA E IL RITMO DELL'INVESTIMENTO.

Le banche, sia commerciali che d'investimento, finanziano e "mediano" l'acquisizione ed il controllo di beni capitale da parte delle imprese e la "proprietà" di imprese da parte di famiglie. Nel servire le imprese, le banche finanziano il controllo di attività reali; nel servire le famiglie, esse finanziano e permettono l'acquisizione ed il controllo di attività finanziarie. In particolare, le banche d'investimento amministrano la distribuzione e quelle commerciali finanziano la proprietà delle azioni.

I banchieri vivono nello stesso clima di aspettative dei gestori di beni capitale e delle famiglie che posseggono azioni e altri beni finanziari, e influiscono con tali loro aspettative sulla possibilità di investire delle imprese che lo vogliono e sulla possibilità di detenere azioni per le famiglie che lo vogliono. Si tratta di ciò che K. chiamava lo "stato del credito", uno dei due fattori il cui indebolimento può portare al crollo del prezzo delle azioni (l'altro è lo "stato della fiducia speculativa"), e condizione necessaria (anche se, per ciò che si è ora detto, non sufficiente) per una sua risalita. Una revisione delle opinioni dei banchieri sulla quantità appropriata di risorse da impiegare nel finanziamento di posizioni in beni capitale non causerà necessariamente una immediata revisione del valore di mercato di tali beni - specialmente se i rendimenti prospettivi e il saggio di capitalizzazione non ne sono influenzati. Ma una tale revisione delle opinioni dei banchieri può avere un forte impatto sui prezzi delle azioni, e questo perché l'organizzazione degli scambi è preordinata allo scopo di facilitare le operazioni sulle azioni, il che porta ad un enorme giro di affari di questi investimenti indiretti e ad una costante rivalutazione del loro prezzo di mercato.

di investimento del primo capitalismo, "con la separazione tra proprietà e direzione [dell'impresa] che prevale oggi, un nuovo fattore di grande importanza ha fatto il suo ingresso, rendendo talvolta più facile l'investimento ma accrescendo talvolta grandemente l'instabilità del sistema... le rivalutazioni giornaliere della Borsa, sebbene fatte in primo luogo per agevolare il trasferimento di vecchi investimenti tra un individuo ed un altro, inevitabilmente esercitano un'influenza decisiva sul saggio d'investimento corrente. perchè non v'è senso nel costruire una nuova impresa ad un costo maggiore di quello al quale una simile impresa esistente può essere comprata... Così certe classi d'investimento sono governate dalle aspettative medie di coloro che trattano in Borsa così come rivelato nel prezzo delle azioni, piuttosto che attraverso le genuine aspettative dell'imprenditore professionista". Così, man mano che l'organizzazione dei mercati azionari si sviluppa, la speculazione, che K. definisce "l'attività di prevedere la psicologia del mercato", prende il sopravvento sull'impresa, che K. definisce "l'attività di prevedere i rendimenti prospettivi dei beni capitale lungo l'arco della loro ^{intera} vita": con le disastrose conseguenze a cui tale sopravvento espone il sistema economico.

Quando, per effetto di un incremento nella fiducia e nel credito, si fa luogo a maggiori investimenti, i proprietari dello stock di beni capitale esistenti, la cui struttura debitoria è compatibile con un precedente stato della fiducia, si trovano a poter disporre di un margine inutilizzato di possibilità di indebitamento, come se avessero ottenuto maggiori ricavi correnti. Anche se essi non reagiscono a questo mutato clima, i proprietari di azioni e i potenziali proprietari di azioni ~~e i potenziali proprietari di azioni~~ possono chiedere di essere finanziati attraverso crediti per poter acquisire l'acquisizione di azioni: certamente gli stessi cambiamenti nello stato di fiducia che influenzano il finanziamento delle società, influenzano il finanziamento della proprietà delle azioni (a parte il fatto che imprenditori, dirigenti e banchieri nella loro qualità di famiglie sono i maggiori proprietari di azioni, data la distribuzione del reddito e della ricchezza che caratterizza il capitalismo).

Il finanziamento tanto per la produzione di beni capitale addizionali quanto per l'acquisto di azioni deve venire da qualche parte. Si possono identificare due sorgenti di tale finanziamento: la creazione di moneta e la diversificazione di portafogli tra proprietari di ricchezza, particolarmente con riferimento al possesso di moneta ma anche con riferimento ad azioni e beni capitale. Le banche possono creare moneta alzando il rapporto dei debiti alle riserve con la sostituzione di depositi a tempo a depositi a vista e di promesse

possono aumentare la quantità di moneta emettendo titoli di credito, ed attivando così saldi liquidi a breve termine ~~termini~~ di altre unità. Nel contempo le banche possono diversificare il proprio portafoglio di investimento, vendendo titoli alle famiglie, alle società e ad intermediari finanziari in cambio di liquido, per poter finanziare prestiti addizionali ^{durante il} ~~derivanti dal~~ boom.

Come si vede, K. aveva ragione a ritenere" che, in generale, le banche occupano la posizione chiave nella transizione da un livello più basso ad uno più alto di attività". Così il processo di un boom vede un mutamento delle strutture debitorie a tre livelli: le imprese si impegnano più pesantemente nell'indebitamento, le famiglie ~~e le imprese~~ riducono il denaro contante e i beni liquidi rispetto ai loro debiti e ai loro beni finanziari non-monetari, e le banche accrescono i loro prestiti a spese del proprio portafoglio di titoli, specialmente governativi. Inoltre, in modo via via crescente, le banche si affidano alla manovra delle proprie passività in modo da assecondare coloro che prendono a prestito da loro, e le imprese debentrici si impegnano in una attiva manovra delle proprie passività per finanziare la propria posizione patrimoniale. L'effetto di queste sostituzioni di portafoglio è di generare, in termini aggregati e nel breve periodo, una curva elastica di offerta della finanza. Man mano che il boom si sviluppa, tale curva di offerta di finanziamenti è assorbita, e può divenire meno elastica. Questo significa che nello stadio iniziale di un boom, le condizioni di finanziamento non cambiano molto anche se il finanziamento attraverso debiti si espande rapidamente. Negli stadi più avanzati del boom, le condizioni di finanziamento possono divenire rapidamente più pesanti. Nella misura in cui gli affari in precedenza sono stati finanziati con prestiti a breve termine, tali aumenti degli oneri finanziari possono retroagire negativamente sul valore degli affari al momento in cui essi devono essere rifinanziati.

Nel frattempo, unità sia operative che finanziarie sviluppano impegni ad esborsi liquidi che eccedono gli introiti liquidi che essi otterranno nel breve periodo dai contratti posseduti o dalla gestione dei propri beni. Per ottemperare ai propri impegni, esse devono rifinanziarsi con la vendita di loro beni o di loro debiti. Alcuni dei beni finanziari e dei debiti hanno mercati estesi (cioè con molti partecipanti) e profondi (nel senso che piccole concessioni di prezzo porteranno ad un forte incremento di fondi: in altri termini, la curva di offerta di finanziamento è assai elastica). Altri mercati finanziari sono ristretti (cioè con pochi partecipanti) e poco profondi (cosicché ogni piccolo aumento dell'offerta condurrà a forti cadute di prezzo, senza un paragonabile aumento dell'offerta

da P_{k_1} a P_{k_2}).

Il processo di deflazione dei debiti, così come lo ha descritto Fisher in "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", scaturisce da due situazioni: a) il prezzo di domanda dei beni capitale così come derivato dalla capitalizzazione di mercato delle quasi-rendite è maggiore del prezzo di offerta, ma il rischio del debitore è così grande che l'investimento è inferiore a quello che i ~~loro~~ fondi interni possono finanziare:

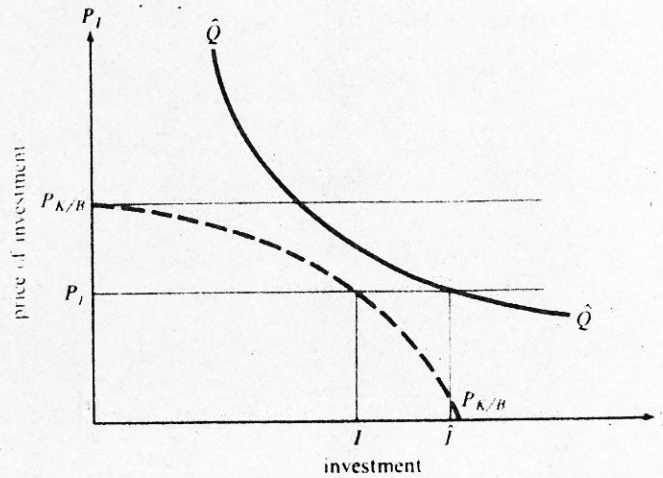


Diagram 6.3 BORROWER'S RISK AND DEBT DEFLATION

b) il prezzo di domanda dei beni capitale è al disotto del prezzo di offerta, cosicché l'investimento tende a zero e tutti i fondi generati all'interno sono utilizzati per ripagare i debiti:

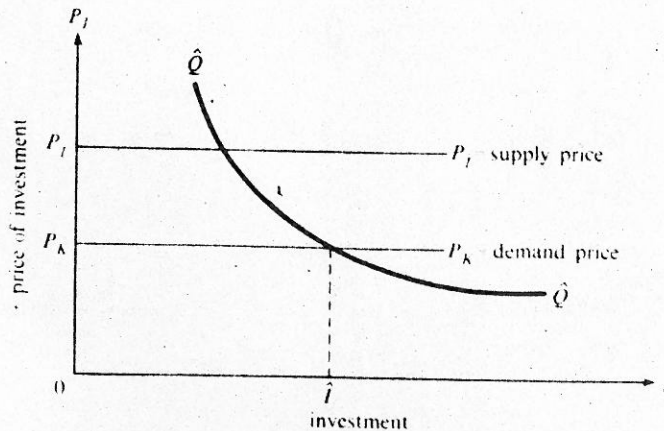


Diagram 6.4 SUPPLY PRICE GREATER THAN DEMAND PRICE

Come si vede, il processo puramente finanziario di deflazione dei debiti si ripercuote sulla domanda di beni di investimento, e, attraverso il moltiplicatore, si ripercuoterà

sumi, delle proprietà stabilizzatrici della spesa pubblica e delle tabelle fiscali, dell'influenza di quelle attività monetarie che non sono il debito di alcuna unità, e della banca centrale che agisce come un creditore di ultima istanza porrà termine al processo di deflazione dei debiti e al declino del reddito che lo accompagna. Tuttavia poichè un processo di deflazione dei debiti ha un effetto immediato e durevole sull'investimento e sulla propensione ad indebitarsi, la recessione persisterà in misura incerta e per un periodo incerto.

Man mano che le ripercussioni soggettive della deflazione dei debiti svaniscono, che si verifica il disinvestimento e che le posizioni finanziarie sono ricostituite durante la fase di stagnazione, la ripresa e l'espansione ricominciano; il successo porta ad osare e, poichè finanziamenti più arrischiati agli investimenti danno buoni risultati, l'espansione, ad una velocità crescente, alimenta il boom.

Perciò, in un'economia capitalistica, osservava K., "Sono in misura importante i mezzi finanziari a regolare il ritmo del nuovo investimento", che, a sua volta, determina reddito e occupazione. Ma proprio i mercati degli investimenti e dei mezzi finanziari usati per acquistare azioni e beni capitale sono i più instabili, perchè più chiaramente fondati su labili convenzioni. La conclusione del ragionamento finora condotto è che il passo mancante nella teoria keynesiana corrente è l'esplicita considerazione della finanza capitalistica all'interno di un contesto ciclico e speculativo, il che toglie il suo potenziale rivoluzionario alla visione analitica di K.. Perchè lo stesso K. abbia lasciato essenzialmente impliciti gli aspetti finanziari, non ci è dato saperlo: forse per non essersi disancorato del tutto dallo schema del baratto e non aver compiuto il passo finale verso l'analisi del processo capitalistico radicato nella City e a Wall Street. E' facile invece spiegare perchè le generazioni successive non svilupparono le indicazioni che pure erano contenute nella T.G. : la robusta finanza che fu caratteristica del ventennio post-bellico, da un lato, e lo stimolo al reddito dovuto alla spesa pubblica (specie bellica) combinato con il vincolo contro una eccessiva espansione dovuto al sistema fiscale, dall'altro, hanno evitato a lungo che si manifestasse in tutta la sua portata destabilizzante il peso della finanza.

ALCUNE IMPLICAZIONI DELL'INTERPRETAZIONE ALTERNATIVA.

Introduzione.

In questo capitolo la domanda di investimenti che normalmente, in termini aggregati, richiede finanziamenti esterni e la domanda di consumi, che in un primo momento può presu-

della scelta dei produttori e dei consumatori, una funzione di produzione o un sistema di preferenza è combinato con un vincolo di bilancio per dare la combinazione di beni prodotti ed usati. Tuttavia, la domanda: "Cosa determina i vincoli di bilancio?" è raramente posta, e, se viene posta, la risposta è spesso evasiva. Al livello della teoria dei prezzi, si ignora il modo in cui l'attività bancaria e le relazioni finanziarie influenzano la spesa. Poiché la domanda effettiva di produzione corrente da parte di un settore è determinata non solo dai flussi correnti di reddito e dai finanziamenti esterni correnti ma anche dagli impegni di pagamenti liquidi del settore, dovuti al debito contratto in passato, l'interpretazione alternativa può essere riassunta come una teoria della determinazione dei vincoli di bilancio. La teoria della ^{u)}determinazione dei vincoli di bilancio precede logicamente la teoria della scelta di particolari articoli di investimento e di consumo.

Il nostro modello del processo di investimento si incentrava su due mercati e sul modo in cui essi sono collegati dalla finanza. Un mercato determinava il prezzo di domanda dei beni capitale, l'altro ci dava il prezzo di offerta della produzione di beni di investimento, ed i mercati finanziari collegavano i due determinando sia la posizione della scheda che ci dà il prezzo di domanda dei beni capitale sia le condizioni alle quali l'acquisto di beni di investimento può essere finanziato. Nel ragionamento condotto fino a questo punto, la prima scheda si spostava per l'influenza esercitata dall'incertezza e dagli sviluppi del mercato finanziario sulle possibilità e preferenze di portafoglio, mentre si assumeva come fissa la scheda della produzione di beni di investimento. In questo capitolo studieremo come la scheda della produzione di beni di investimento si sposta quando cambiano il saggio dei salari monetari e ciò che K. chiamava costi di utilizzazione, e applicheremo i nostri risultati a processi deflazionistici e inflazionistici.

La teoria dei vincoli di bilancio.

Per un'economia in cui la domanda pubblica e quella estera possano essere ignorate, la domanda totale finale, o reddito, è uguale alla somma della domanda di consumi e di investimenti: $Y = C + I$. E' questa domanda aggregata che entra nell'inverso della funzione di offerta per determinare il livello di occupazione.

La domanda di consumi è passiva: essa dipende soprattutto dal reddito: $C = C(Y)$. Il reddito, all'interno di un'economia privata e chiusa, è uguale ai salari più i profitti. Assumiamo che il consumo dei lavoratori sia uguale ai loro salari: questa assunzione non è obbligatoria - è solo conveniente.

pagare dividendi e interessi. I guadagni trattenuti sono i fondi interni ($i \hat{Q}$ di cui nella discussione precedente) che possono essere utilizzati insieme con i fondi ottenuti in prestito per finanziare l'acquisto di beni capitale addizionale - dallo stock dei beni capitale esistenti o dalla produzione di nuovi beni capitale. I dividendi e gli interessi pagati dalle imprese, D (uguale a $Q - \hat{Q}$), sono redditi delle famiglie che possono finanziare la domanda per consumi. Assumiamo che una porzione di questi introiti finanziari sia così utilizzata e che il resto sia usato per acquistare attività finanziarie.

I guadagni lordi meno le tasse e il pagamento degli interessi sono i guadagni trattenuti, $i \hat{Q}$ di cui nella discussione precedente. Essi diventano la base per il finanziamento dell'investimento attraverso l'indebitamento, o alternativamente sono disponibili per abbassare il livello dei debiti pendenti o per fare investimenti finanziari. Così, la domanda di investimenti consiste di due parti, l'ammontare che può essere finanziato con fondi interni e l'ammontare che è finanziato da debiti. Il vincolo di bilancio per l'investimento è:

$$I = (1 + \lambda) \hat{Q}; \quad \lambda > 0 \quad \text{in una normale espansione}$$

$$\lambda \gg 0 \quad \text{in un boom}$$

$$\lambda \leq 0 \quad \text{in una recessione}$$

$$\lambda \ll 0 \quad \text{in una deflazione dei debiti}$$

dove λ è un multiplo variabile dei guadagni trattenuti che misura la proporzione dei debiti (i simboli, \gg e \ll indicano "molto" maggiore e "molto" minore): $\lambda \hat{Q}$ è il finanziamento esterno.

Il vincolo di bilancio per la spesa in consumo delle famiglie è: $C = W + \alpha D$

dove α è la proporzione spesa del reddito delle famiglie derivante dal possesso di capitale.

Il vincolo totale di bilancio è la somma dei bilanci del consumo e dell'investimento:

$$Y = W + \alpha D + (1 + \lambda) \hat{Q}.$$

Del reddito che le famiglie percepiscono $(1 - \alpha)D$ non è usato per finanziare il consumo.

Attraverso l'intermediazione, una qualche porzione del risparmio delle famiglie è reso disponibile per finanziare l'investimento, che noi indicheremo come $u(1 - \alpha)D$: così $(1 - u)(1 - \alpha)D$ è la domanda incrementale di moneta per motivi di portafoglio, che possiamo assumere pari a quella media per motivi di portafoglio; u è una variabile collegata sia allo stato di incertezza sia al saggio di interesse sui prestiti monetari.

Se $\hat{Q} > u(1 - \alpha)D$, allora in parte l'investimento dovrà essere finanziato in modo diverso dalla intermediazione dei risparmi delle famiglie. Questo eccesso $[\lambda \hat{Q} - u(1 - \alpha)D]$ di

di un incremento nell'offerta di moneta e una diminuzione della moneta detenuta nei portafogli. Ma il modo in cui l'offerta di moneta reagisce alla domanda di finanziamenti ed il modo in cui i portafogli reagiscono alle condizioni del mercato finanziario (così come il modo in cui l'utilizzazione dei fondi interni reagisce ai mutamenti dell'incertezza e delle condizioni del mercato finanziario) sono il nucleo della teoria keynesiana dell'investimento.

Se traduciamo le relazioni contabili che abbiamo appena esaminato nell'arbitraria analisi ex-ante-ex-post che è talvolta usata nell'esposizione dei modelli aggregati semplici, possiamo esaminare un pò più da vicino come l'investimento e le variazioni della moneta determinano il livello del reddito. Scriviamo il consumo previsto ad ogni data, t , come dovuto al reddito che nel periodo precedente le famiglie hanno ricevuto sotto forma di salari e di proventi da capitale,

$$C_t \text{ ex ante} = W_{t-1} + \alpha D_{t-1}$$

e l'investimento previsto come guadagni trattenuti più un fattore finanziario esterno,

$$I_t \text{ ex ante} = (1 + \lambda) \hat{Q}_{t-1} \text{ cosicchè}$$

$$Y_t \text{ ex ante} = W_{t-1} + \alpha D_{t-1} + \hat{Q}_{t-1} + \lambda \hat{Q}_{t-1}$$

Poichè

$$Y_{t-1} \text{ ex post} = W_{t-1} + D_{t-1} + \hat{Q}_{t-1}$$

$$Y_t \text{ ex ante} > Y_{t-1} \text{ ex post} \quad \text{quando} \quad \alpha D_{t-1} + \lambda \hat{Q}_{t-1} > D_{t-1}$$

ovvero

$$\lambda \hat{Q}_{t-1} > (1 - \alpha) D_{t-1}$$

Così, perchè il reddito cresca, l'investimento finanziato esternamente deve eccedere i risparmi delle famiglie. Poichè la percentuale u del risparmio delle famiglie si presume disponibile per finanziare l'investimento, abbiamo che

$$\lambda \hat{Q}_{t-1} = \Delta M_t + u (1 - \alpha) D_{t-1}$$

$$\text{cosicchè} \quad \Delta M_t > (1 - \alpha) D_{t-1} - u (1 - \alpha) D_{t-1}$$

$$\Delta M_t > (1 - u) (1 - \alpha) D_{t-1} \quad \text{per}$$

$$Y_t \text{ ex ante} > Y_{t-1} \text{ ex post}$$

Ciò che abbiamo a questo punto è l'ossatura di un modello nel quale l'andamento del reddito, nel senso di vincolo di bilancio aggregato, dipende fundamentalmente da due fenomeni: la determinazione della domanda totale di investimento, $(1 + \lambda) \hat{Q}$, e il finanziamento esterno dell'investimento attraverso variazioni monetarie, ΔM . Così, sono le opinioni degli uomini d'affari e dei banchieri sulle relazioni finanziarie appropriate che determinano il livello della domanda aggregata e della occupazione. Queste opinioni sono volubili, rispondenti al passato dell'economia, ed esse cambiano man mano che l'economia attraversa i vari stati che caratterizzano il capitalismo: boom, crisi, deflazione dei debiti, stagnazione ed espansione relativamente stabile.

Deflazione ed inflazione in un'economia con finanza capitalistica.

Fino a questo punto, ci siamo concentrati sul modo in cui l'incertezza influenza la posizione del rapporto che determina il prezzo di domanda dei beni capitale e la misura in cui fondi interni e ricchezza netta vengono mobilitati. La funzione di offerta della produzione di beni di investimento è stata assunta come fissa. Ora noi esamineremo come i salari monetari e ciò che K. chiamava costi di utilizzazione determinano la posizione della funzione di offerta della produzione di beni di investimento sul piano: prezzi dell'investimento, quantità dell'investimento. K. vide nel saggio dei salari monetari e nel costo delle utilizzazioni le determinanti della posizione della scheda di offerta della produzione, cosicché variazioni in questi costi sono la determinante immediata del livello dei prezzi. Inoltre, in un mondo in cui il passato ed il futuro sono sempre presenti sotto forma di impegni finanziari ereditati e correntemente creati, le deflazioni e le inflazioni dei salari sono processi destabilizzanti che si autoalimentano. Così, per esempio, la deflazione dei salari, spesso proposta come rimedio alla disoccupazione dagli economisti classici e che è gelosamente custodita negli effetti di bilancio reale della sintesi neoclassica, tendenzialmente renderà la disoccupazione più grave, invece di alleggerirla. Gli introiti derivanti dalla produzione possono essere divisi in tre componenti: costi del lavoro, costi degli acquisti di materie prime, e rendite guadagnate dai beni capitale. Nel determinare il prezzo di offerta per la sua produzione, un imprenditore vorrà che questo prezzo ecceda i costi marginali del lavoro più i costi marginali delle materie prime di qualche misura. Questa misura o minima quasi-rendita attesa accettabile è ciò che K. chiamava costi di utilizzazione, cioè "la riduzione di valore dell'attrezzatura dovuta alla sua utilizzazione rispetto alla sua mancata utilizzazione... Deve essere perciò determinato calcolando il valore attuale del maggior reddito atteso che potrebbe ot-

profitto normale o atteso nella determinazione del prezzo di offerta. L'assunzione sostantiva la dottrina del costo di utilizzazione è che se un buon capitale è usato nella produzione oggi, non sarà disponibile per produrre a qualche data futura. Inoltre, si assume che a qualche data futura, i beni capitale del tipo correntemente in uso saranno prodotti, e questo avrà luogo solo se le quasi-rendite che ci si attende da questo bene capitale, scontate ad un saggio di interesse positivo, eccedono il prezzo di offerta del bene capitale. L'aspettativa è che se i servizi di un bene capitale non sono usati oggi essi guadagneranno queste quasi-rendite in futuro. Il valore presente di queste quasi-rendite future è la quasi-rendita minima accettabile oggi, e il prezzo di offerta della produzione includerà questo ricavo. La quasi-rendita minima accettabile è determinata dal livello delle quasi-rendite che causeranno la produzione di beni di investimento, dalla data futura attesa in cui queste quasi-rendite saranno guadagnate, e dal saggio di sconto applicato alla quasi-rendita attesa. Si noti che se un'impresa è nei guai per mancanza di liquido, il saggio di sconto applicato ai futuri ricavi sarà molto alto e, di conseguenza, qualsiasi quasi rendita positiva corrente porterà all'uso dei beni capitale. La scheda di offerta della produzione riflette non solo il comportamento ciclico dell'economia ma anche il clima finanziario corrente.

Se un bene capitale non si logora con l'uso (come la "terra" ricardiana), allora è un bene di pura rendita, nel senso che il reddito atteso e il costo di sostituzione non determinano l'ammontare dei servizi offerti. Questa pura rendita deriva dalla scarsità del bene. I beni capitale sono relativamente scarsi, e questa loro scarsità varia a seconda dello stato ciclico in cui l'economia si trova; tuttavia, poichè essi si logorano con l'uso, la quasi-rendita che si prevede di ottenere da loro ~~non~~ può ^{non} essere sufficiente a coprire il costo di tale logorio: da tale quasi-rendita perciò dipende l'ammontare di beni capitale che saranno tenuti inutilizzati. La fondamentale disoccupazione è quella dei beni capitale.

Se assumiamo proporzioni fisse nella produzione, l'ammontare dei servizi del capitale che gli imprenditori vogliono utilizzare determina anche l'ammontare della forza lavoro che essi vogliono impiegare. Mentre i servizi del capitale non usati oggi saranno disponibili domani, i servizi del lavoro non usati sono persi per sempre. La disoccupazione ciclica è dovuta più al fatto che la domanda totale è insufficiente a fornire quasi-rendite abbastanza consistenti che al fatto che i salari non rispettino una qualche misura. La eccessiva offerta di lavoro quando i servizi del capitale sono inutilizzati, dovrebbe,

le entrate salariali per ogni volume di occupazione. Un declino nei salari monetari abbassa anche i costi attesi di sostituzione dei beni capitale alla data in cui ci si aspetta di eliminare l'eccesso di questi ultimi. Perciò, se il saggio di sconto non cambia, la componente costo delle utilizzazioni del prezzo di offerta cadrà anch'essa. Se l'ammontare in dollari dell'acquisto di beni di investimento finanziati da cambiamenti monetari (ΔM), non cambia, allora l'investimento reale può ben crescere. Questo aumento dell'investimento reale, accrescerà, attraverso il moltiplicatore, il reddito, fino a che si raggiunge il reddito al quale i risparmi tratti dai dividendi e interessi uguagliano il nuovo investimento.

L'assunzione determinante nel surriportato ragionamento è che la domanda di beni di investimento finanziata da cambiamenti monetari non declina al declinare del saggio dei salari monetari. Saggi salariali in declino significa che, se i lavoratori devono comprare lo stesso prodotto reale, le quasi-rendite dovranno cadere insieme ai salari. Tuttavia, poiché trattiamo di un'economia dove esistono debiti, e quelli già contratti non declinano al declinare di salari e quasi-rendite (e sono queste ultime che devono permettere di fronteggiare i debiti), il peso reale dei debiti aumenterà; corrispondentemente diminuirà la disponibilità ad indebitarsi per finanziare gli investimenti, e questi ultimi cadranno. Inoltre, con la caduta dei prezzi e dei salari, si spande la convinzione che si possono fare guadagni sul capitale detenendo moneta: la velocità tenderà a scendere. Come si vede una deflazione dei salari porta ad una caduta dell'investimento reale al di sotto del livello al quale esisteva l'iniziale eccesso di offerta di forza lavoro.

In un'economia in cui il bisogno di mantenere approssimativamente il pieno impiego è preso sul serio dalle autorità, e dove la strategia di fondo della politica di pieno impiego è il sostegno all'investimento privato, un aumento del prezzo di offerta dei beni di investimento, dovuto a un aumento nei salari monetari delle industrie che producono beni di investimento, produrrà un equivalente aumento di tutti i prezzi e salari monetari, cioè un processo inflazionistico.

Infatti per sostenere l'investimento privato di fronte a spostamenti verso l'alto della scheda di offerta dei beni d'investimento, è necessario che o le quasi-rendite attese crescano o il saggio di sconto applicabile a queste cada. Come abbiamo notato più sopra, quando un'economia sostiene il pieno impiego per un certo tempo, entrambe queste reazioni si verificano, dal momento che ci si aspetta che le quasi-rendite future saranno in media più ampie e più sicure. Tuttavia una volta che l'impatto ciclico sulle quasi-rendite at-

essere compensati da un aumento delle quasi-rendite in quanto porzione del reddito di pieno impiego o in quanto risultato del costante rialzo percentuale dei prezzi rispetto ai costi crescenti del lavoro nell'intera produzione. Poichè vi sono limiti alla misura in cui le quasi-rendite possono essere accresciute come porzione del reddito, gli aumenti dei costi del lavoro nella produzione dei beni di investimento in un'economia di pieno impiego devono essere ratificati da un'inflazione generalizzata.

Ed è solo così che il crescente indebitamento delle imprese verso le banche per finanziare l'investimento può essere affrontato: nella fiducia che le quasi-rendite cresceranno, cioè che vi sarà inflazione.

La figura illustra gli effetti che i salari crescenti nelle industrie di beni di investimento producono sull'investimento.

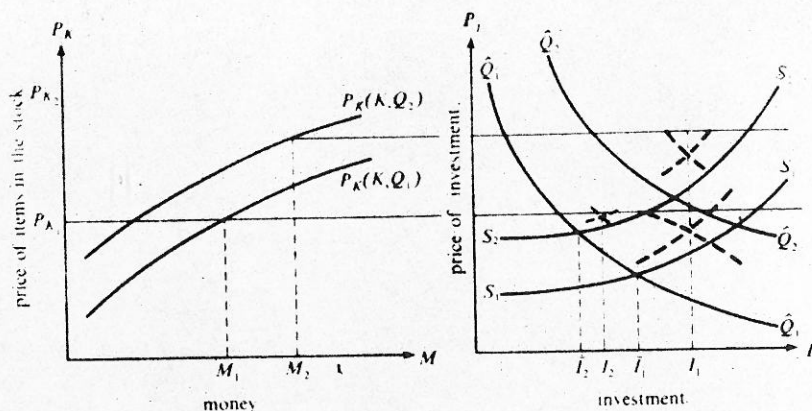


Diagram 7.1 MONEY WAGES IN INVESTMENT GOODS AND INVESTMENT

Con la curva iniziale di offerta di beni di investimento, $S_1 - S_1$, può essere finanziata internamente una quantità \bar{I}_1 di investimento e presumibilmente avrà luogo un investimento I_1 con $\bar{I}_1 - I_1$ finanziato dall'esterno. Se i salari nel settore dei beni di investimento salgono a tal punto che la scheda di offerta diventi $S_2 - S_2$, allora, con fondi interni \hat{Q}_1 , \bar{I}_2 può essere finanziato internamente, e presumibilmente l'investimento totale sarà \bar{I}_2 . Se I_1 è l'ammontare di investimento richiesto dal pieno impiego, allora per mantenere quest'ultimo il prezzo dei beni capitale dovrà salire al di sopra di P_K , e questo si verificherà solo se o i saggi di interesse cadranno o le quasi-rendite attese aumenteranno.

Questo perchè se I_1 deve essere raggiunto con fondi interni ristretti a \hat{Q}_1 , l'ammontare dell'investimento finanziato esternamente dovrà crescere da $I_1 - \bar{I}_1$ della situazione ini-

L'aumento del valore monetario dell'investimento finanziato con l'indebitamento e l'aumento nell'offerta di moneta rispetto al valore dei beni capitale significa che la domanda per i beni di consumo e la domanda di lavoro nel settore dei beni di consumo aumentano. Ciò conduce a salari più elevati nonché a quasi-rendite più elevate in tale settore: un processo inflazionistico generalizzato prende così l'avvio, e il risultato è uno spostamento verso l'alto della relazione P_k che diverrà $P_k(K, \hat{Q}_2)$.

Se lo stimolo monetario non è sufficiente a provocare l'ammontare desiderato di investimento, allora si renderà necessaria una qualche combinazione di spesa pubblica o di sgravi fiscali. Poiché in entrambi i casi si tratterà di misure attivatrici dell'investimento, porteranno con sé il finanziamento attraverso l'indebitamento e la creazione di moneta, cioè un processo che pur esso alimenta la domanda di lavoro nel settore dei beni di consumo e tende ad elevare i salari in tale settore. Così, in ogni caso, un iniziale impulso inflazionistico nelle industrie produttrici di beni di investimento dovrà propagarsi a tutta l'economia. Perciò, ogni politica antinflazionistica che voglia risultare efficace richiederà controlli istituzionali sulle variazioni dei salari monetari in questo settore chiave.

Sintesi complessiva dell'interpretazione alternativa.

Il boom è uno stato transitorio dell'economia capitalista, cioè contiene in sé le cause della sua fine: la base debitoria si accresce ad un ritmo crescente mentre sotto di essa le fondamenta, cioè i rendimenti prospettivi dei beni capitale, sono, nel migliore dei casi, vincolati ad un ritmo costante di crescita in termini reali a causa della tecnologia e della limitata possibilità di comprimere i salari reali dei lavoratori: così le quasi-rendite realizzate diventano una fonte insufficiente di liquido rispetto a ciò che è richiesto dall'indebitamento.

Frattanto l'ingegno dei banchieri si concentra nel mobilitare ogni possibile fonte di capitale ozioso, trasformandola in fonte di finanziamento per operazioni reali o portafogli finanziari: tende perciò a svilupparsi una struttura debitoria articolata in pagamenti e incassi sempre più ravvicinati, e nella quale una porzione sempre crescente di unità è costretta a rifinanziare i debiti alla loro scadenza. Così le unità diventano sempre più dipendenti dal normale funzionamento del mercato finanziario oltre che da quello dei mercati dei prodotti e dei fattori. Un violento cambiamento si verifica quando cade la possibilità di rifinanziamento: si hanno allora una caduta improvvisa nella funzione $P_k(M)$ e un brusco aumento del rischio del debitore e del creditore. A questo punto l'investimen-

8.- FILOSOFIA SOCIALE E POLITICA ECONOMICA.

Introduzione.

La "filosofia sociale" sottostante alla visione economica di K. è riassunta nell'ultimo capitolo della T.G., ma già si trova espressa in altri suoi precedenti interventi. Infatti, la T.G. può esser vista come una razionalizzazione sul piano della teoria economica di visioni alle quali già K. era stato condotto dalla sua etica e dal suo intuito, pur essendo ancora un economista "classico".

Filosofia sociale.

Negli anni '20, K. si considerava un uomo di sinistra, anche se egli non condivideva né le posizioni dell'ala comunista né quelle dell'ala tradeunionista del Partito Laburista inglese; egli simpatizzava con le aspirazioni dei socialisti del partito, anche se si manifestava a dir poco scettico sull'efficacia delle tecniche da loro favorite.

Una decina d'anni prima della T.G. egli, vicino al Partito Liberale, auspicava una sempre più stretta collaborazione tra i "pensatori costruttivi" del Partito Laburista e di quello Liberale (fra i quali senz'altro includeva se stesso).

Il suo atteggiamento in questo periodo può essere caratterizzato come un simpatizzare per un socialismo umano, decentrato, una simpatia temperata dalla disciplina di un economista. Per K. nel 1926 il problema politico era "combinare tre cose: efficienza economica, giustizia sociale, e libertà individuale" ("Liberalism and Labour"): è lo stesso tema trattato nell'ultimo capitolo della T.G.. Per realizzare questo obiettivo K. propone un programma fondato su: socializzazione dell'investimento, intervento per incidere sulla distribuzione del reddito, e un meccanismo decentrato di mercato, ed inteso a consentire l'aggiustamento reciproco della propensione al consumo e dell'incentivo ad investire. E difende questo programma come "il solo mezzo praticabile per evitare la completa distruzione delle esistenti forme economiche e al tempo stesso come condizione di un buon funzionamento dell'iniziativa privata". Così, K. sceglieva il capitalismo, sebbene non senza considerevoli dubbi sulle sue virtù, e sotto la condizione dell'avvio di significative riforme.

Implicazioni di politica economica: a) la distribuzione del reddito.

Oltre alla mancata realizzazione della piena occupazione, l'altro difetto fondamentale del capitalismo è per K. la "arbitraria e disuguale distribuzione del reddito e della ricchezza": egli ne confuta la giustificazione sul terreno economico (la necessità di promuovere il risparmio), soggiungendo poi che "c'è una giustificazione psicologica e sociale per significative disuguaglianze nei redditi e nella ricchezza, ma non per disparità così

ma la disuguaglianza del reddito derivante da "puro" possesso di capitale (il reddito dei rentiers) come non desiderabile. Per il controllo sui differenziali di reddito, allo scopo di eliminare quanto vi è di oppressivo nella distribuzione del reddito del capitalismo, K. indicava la imposizione diretta sul reddito e sulle successioni.

Una migliore distribuzione del reddito, aumentando la propensione al consumo, avrebbe per K. più facilmente portato alla piena occupazione: questa avrebbe progressivamente condotto ad una tale accumulazione di capitale che la domanda per quest'ultimo sarebbe caduta a livelli molto bassi: sarebbe cioè venuta meno la scarsità del capitale ovvero la fonte stessa del potere del capitalista. E' così che K. si figurava che sarebbe avvenuta l'"eutanasia del rentier".

Sottostante al credo di K. che il capitale possa smettere di essere scarso c'era la sua teoria dei bisogni umani, impregnata dell'ottimismo dell'illuminismo eduardiano dei suoi giovani anni, in base al quale, una volta eliminate le forti sperequazioni sociali, i rimanenti modesti differenziali nei redditi privati disponibili non avrebbero impedito il raggiungimento delle vere soddisfazioni umane, anche da parte dei più poveri. K. infatti sosteneva ("Prospettive per i nostri nipoti") che i bisogni umani vanno divisi "in due categorie: quei bisogni che sono assoluti nel senso che li avvertiamo quali che siano le condizioni degli esseri umani nostri simili, e quelli relativi, nel senso che esistono solo in quanto la soddisfazione di essi ci eleva, ci fa sentire superiore ai nostri simili. I bisogni della seconda categoria, quelli che soddisfano il desiderio di superiorità, possono davvero essere inesauribili poichè quanto più alto è il livello generale, tanto maggiori diventano." Il che non è altrettanto vero dei bisogni assoluti: qui potremmo raggiungere presto, forse molto più presto di quanto crediamo, il momento in cui questi bisogni risultano soddisfatti nel senso che preferiamo dedicare le restanti energie a scopi non economici".

Effettivamente la soddisfazione dei bisogni economici ^{assoluti} di tutti (cibo, alloggio, ed altri beni essenziali alla vita e alla salute) rientrano nell'ambito della capacità dei paesi ricchi contemporanei (U.S.A. ed Europa occidentale). Eppure il capitale continua ad essere scarso, e così a richiedere forti compensi: l'eutanasia del rentier sembra non esser in vista in alcun luogo. Perché?

Una ragione è che quelli che K. chiamava bisogni relativi sono cresciuti, e la direzione che questi bisogni relativi (specie sotto la spinta della pubblicità) hanno preso richiede forti riserve di capitale. Le energie che per K. avrebbero dovuto indirizzarsi verso

luti. K. generalizzò indebitamente ~~indebitamente~~ le sue preferenze personali: i ricchi si sono rivolti al consumo di beni ad alta intensità di capitale e il loro esempio è stato seguito dai meno ricchi. E' la distribuzione del reddito associata con la scarsità del capitale che può aver dato il modello di consumo che ha portato ad una permanente scarsità di capitale. Per raggiungere l'eutanasia del rentier, può esser necessario prima raggiungere la distribuzione del reddito che K. sosteneva sarebbe esistita dopo il raggiungimento dell'eutanasia.

Un'altra ragione che può spiegare il mancato declino del reddito da capitale nel periodo post-bellico è la struttura dei programmi governativi che sono stati sviluppati, per mantenere il pieno impiego. Durante la 2^a Guerra Mondiale si sviluppò una serie di meccanismi contrattuali tramite i quali si utilizzavano attrezzature private per la produzione di materiale ^{bellico}. Nel dopoguerra, questo sistema di contratti è stato mantenuto in piedi, sia per la produzione di equipaggiamenti militari sia per la produzione di beni più orientati verso scopi civili. Questi contratti consentono sempre un sostanzioso margine di profitto per i contraenti. Non solo la struttura post-bellica designata a sostenere il reddito è stata fortemente orientata verso i bisogni militari, che sono ad alto consumo di capitale, ma la struttura sociale di queste politiche ha teso a sovvenzionare il reddito da capitale. Per di più, poichè la combinazione della domanda dell'esercito e degli schemi assai più ampi di trasferimenti alle famiglie richiede un pesante carico fiscale, sono disponibili misure fiscali designate a sostenere il reddito da capitale; e, nella linea globalmente conservatrice della politica post-bellica, esse sono state usate.

E' ben possibile che l'eutanasia del rentier nella forma di cui parlava K. richieda preventivi limiti alla crescita dei bisogni relativi, e che la limitazione alla crescita di tali bisogni richieda a sua volta una distribuzione del reddito basata su di un reddito da capitale basso o nullo, cioè sulla preventiva eutanasia del rentier.

In aggiunta alla necessità di disciplinare e dirigere i bisogni, K. sosteneva che vi sono due precondizioni che devono essere soddisfatte per saturare l'economia di capitale e provocare l'eutanasia del rentier: evitare la guerra e stabilizzare la popolazione. La guerra distrugge l'equipaggiamento di capitale. La corsa agli armamenti apparentemente senza fine durata dal periodo post-bellico ad oggi equivale ad una guerra, sul piano economico: si tratta di una produzione non solo caratterizzata da alta intensità di capitale, ma anche da una rapida obsolescenza delle attrezzature di capitale a causa dello sviluppo di armamenti sempre più sofisticati. La successione di sistemi di armamenti è stata equi-

la popolazione nei paesi ricchi, che ha portato ad un bisogno di accumulazione di capitale per fornire strumenti per la popolazione crescente. Una minore crescita della popolazione, perfino in presenza di rapidi mutamenti tecnologici, tenderebbe ad abbassare il bisogno di accumulare e porterebbe ad una riduzione dei rendimenti del capitale.

Dunque nessuno dei prerequisiti dell'eutanasia del rentier intravisto da K. si è verificato: nè il raggiungimento preventivo di uno stato di bisogni disciplinati, nè una popolazione stabile, nè un sollievo dagli oneri della guerra, e dei tre il primo è probabilmente il più lontano dal realizzarsi.

b) la socializzazione dell'investimento.

K. definì la sua teoria "moderatamente conservatrice nelle sue implicazioni", perchè una volta che una saggia politica relativa agli investimenti abbia assicurato il pieno impiego - e in tale politica egli faceva rientrare una "estesa socializzazione dell'investimento" - e una saggia politica relativa all'imposizione diretta abbia assicurato una ragionevole distribuzione del reddito, egli riteneva che il meccanismo del mercato potesse essere lasciato libero di operare. C'è un'apparente incongruenza nel credo di K. nella necessità di socializzare l'investimento per raggiungere la piena occupazione e l'opinione che il mercato fa bene il suo lavoro di allocazione delle risorse cosicchè se ne può lasciare ai privati il controllo e la proprietà. In parte questa incongruenza può essere risolta se si inquadrano le opinioni di K. nel contesto del tempo in cui furono enunciate e nella discussione allora corrente. Negli anni '30, nel furoreggiare della grande depressione, il socialismo occupava una posizione importante tra le possibili soluzioni della crisi; ma al contempo la Russia di Stalin faceva orrore a molti, cosicchè si dibatteva se il socialismo avesse tendenze intrinsecamente totalitarie. Al principio degli anni '30 economisti con simpatie socialiste scrivevano di "socialismo di mercato" e di vari sistemi misti in cui i colossi dell'economia erano socializzati mentre il resto dell'economia rimaneva privato. Tali soluzioni sono in linea teorica coerenti con la prospettiva di K. di realizzare il doppio scopo del pieno impiego (o quasi) e l'eliminazione o la radicale riduzione dei redditi privati derivanti dal possesso di ricchezza.

Tuttavia, se non si prese il sentiero socialista quando si assimilarono le lezioni di K. e se applicò nel periodo post-bellico, la lezione che è stata accettata (in parte perchè la politica del tempo di guerra riuscì a stabilire la piena occupazione) è che un forte settore pubblico, in parte finanziato da deficit, può consentire di raggiungere e sostenere il pieno impiego (o quasi): quindi, si dedusse, non c'è alcun bisogno di socializ-

delle tabelle fiscali divenne uno strumento per sovvenzionare (cioè far espandere) o tassare (cioè limitare) varie attività. Poiché il divario tra il consumo di pieno impiego (anche facendo posto a schemi di trasferimento alle famiglie) e la produzione di pieno impiego deve essere riempito o con la spesa pubblica o con l'investimento privato per raggiungere il pieno impiego, sono state insinuate nel sistema fiscale e di spesa misure per stimolare l'investimento aumentando la profittabilità. Così è stata creata un'economia ad alti profitti e ad alti investimenti, in cui le politiche fiscali e di spesa pubblica sono valutate sulla base del loro impatto sull'investimento privato piuttosto che sulla base del loro impatto sul consumo o della loro giustizia con riferimento alla distribuzione del reddito. La politica del pieno impiego ha ricevuto una colorazione conservatrice, creando qualcosa che può essere ben definito "socialismo per i ricchi". Tuttavia, man mano che gli schemi fiscali per stimolare l'investimento influenzano la distribuzione del reddito in favore dei settori più risparmiatori, si sviluppa un processo in cui per sostenere il pieno impiego sono richiesti investimenti sempre maggiori e stimoli sempre maggiori sotto forma di profitti e sussidi all'investimento.

Così, l'economia si è evoluta in netto contrasto con l'idea difesa da K., secondo il quale l'azione governativa, al di fuori del settore dell'investimento socializzato, deve essere principalmente diretta ad accrescere le propensioni al consumo, in primo luogo attraverso politiche che mirino ad una più equa distribuzione del reddito. Forse la famosa frase di K. che "le idee di economisti e di filosofi politici... sono più potenti di quanto si creda comunemente. In realtà il mondo è governato da poche cose all'infuori di quelle" deve essere corretta nel senso che il processo politico seleziona tra le idee solo quelle che sono in sintonia con gli interessi dei ricchi e dei potenti.

IMPLICAZIONI DI POLITICA ECONOMICA DELL'INTERPRETAZIONE ALTERNATIVA.

Gli economisti che negli anni '60 si autoproclamavano keynesiani e affermavano che grazie alle politiche monetarie e fiscali da loro suggerite il ciclo economico era stato eliminato negli Stati Uniti, facevano uso di un modello che non solo violava lo spirito e la sostanza della T.G., ma impediva loro di comprendere il sistema economico che cercavano di analizzare. Il modello da loro usato ignorava la finanza e l'incertezza ed era perciò incapace di introdurre la speculazione come determinante prossima del comportamento del sistema, ragion per cui esso implicava che i processi dinamici dell'economia conducessero ad una crescita stabile piuttosto che a cicli.

Il comportamento del sistema durante la prima metà degli anni '60 sembrò convalidare le

gnifica che l'obbiettivo immediato di questo periodo era di provocare saggi di profitto elevati e crescenti. Questo fu raggiunto grazie alla stabile espansione dei primi degli anni '60, agli accorgimenti fiscali e alle sovvenzioni, che tutti insieme causarono un forte boom dell'investimento a metà degli anni '60. Questo fu reso possibile da un aumento della speculazione da parte delle imprese sia finanziarie che non finanziarie. Di conseguenza, la proporzione dell'indebitamento privato rispetto ai redditi privati crebbe, e quindi un numero crescente di unità divenne dipendente dal "normale" funzionamento dei mercati finanziari. La lunga espansione degli anni '60 trasformò un sistema finanziario robusto in un sistema fragile, cosicchè stocks che prima avrebbero potuto essere assorbiti facilmente provocarono incipienti crisi finanziarie nel 1966 e nel 1969-70. In entrambi i casi una pronta azione del Sistema della Riserva Federale evitò che la crisi generasse un processo di deflazione dei debiti in grande scala. Tuttavia questo avvenne a costo di accelerato aumento dell'offerta di moneta, oltre che della politica fiscale di fondo del governo. Questi due fattori, però, hanno evidentemente potuto solo cambiare la forma del ciclo economico -diminuendo intensità e durata delle recessioni - ma non lo hanno eliminato; è anche evidente che l'economia si comporta in modo assai diverso con un sistema finanziario fragile piuttosto che con uno robusto (e la robustezza del sistema finanziario degli anni '50 e dei primi degli anni '60 può esser vista come un caso della storia, dovuto al residuo finanziario della 2^a Guerra Mondiale accumulatosi subito dopo una grande depressione). Pressioni inflazionistiche sostenute e accelerate si manifestarono per la prima volta nel 1966 e sono continuate fino ad oggi: esse sono dovute in parte al modo in cui la Riserva Federale è costretta dalla minaccia di crisi finanziarie e deflazioni dei debiti a sostenere un rapido aumento dell'offerta di moneta; in parte al modo in cui sono determinati i saggi dei salari monetari.

L'analisi keynesiana, specie nella formulazione alternativa, è istituzionale, nel senso che consente al modo in cui si crea la moneta, si finanzia l'investimento, e si determinano i salari monetari di influenzare il corso degli eventi. All'interno del nostro modello keynesiano alternativo, se si impone all'economia un ritmo crescente di incrementi salariali, specialmente dei lavoratori impiegati nella produzione di beni d'investimento, se gli usi finanziari sono tali che la domanda di finanziamenti per gli investimenti provocherà un'offerta di finanziamenti, se la Riserva Federale è costretta dalla necessità ad evitare crisi e deflazioni dei debiti, e se la politica fiscale del governo porta ad un alto livello di occupazione, allora i prezzi saliranno allo stesso ritmo accelerato

dai successivi aumenti dei prezzi, i datori di lavoro oppongono meno resistenza a nuovi aumenti.

Un processo inflazionistico è particolarmente probabile se i sindacati sono forti nel settore dei beni di investimento e la politica di piena occupazione sta seguendo una strategia di investimenti. Un aumento dei salari nel settore delle costruzioni, spostando la curva di offerta della produzione di investimenti verso l'alto, costringe la autorità fiscali e monetarie a modificare il loro atteggiamento in modo tale che il prezzo di domanda dei beni di investimento cresca con il prezzo di offerta. Ma il prezzo di domanda dipende dalle quasi-rendite attese e per aumentare queste ultime si rende necessaria un'inflazione generalizzata.

Il fatto che aumentare i salari nel settore dei beni di investimento ha il potere di produrre inflazioni in un'economia che dipende dal finanziamento esterno dell'investimento è evidente dalle relazioni finanziarie dell'investimento. Le capacità interne di finanziare gli investimenti dipendono dalle quasi-rendite correnti, che a loro volta dipendono dal corrente livello dei prezzi della produzione. Se il prezzo di offerta dei beni di investimento aumenta a causa di aumenti salariali nel settore, e l'investimento è sostenuto da aspettative euforiche o inflazionistiche, allora i finanziamenti esterni devono coprire la differenza tra i costi più alti e la finanza interna. Per far sì che le quasi-rendite future derivanti dalla produzione in generale siano abbastanza alte da generare introiti liquidi sufficienti a fronteggiare gli accresciuti impegni di pagamento nascenti da tale finanziamento esterno dell'investimento, la porzione di profitti nel reddito deve aumentare, o il livello dei prezzi della produzione in generale seguirà il corso segnato dall'aumento dei salari nel settore delle costruzioni. In un'economia vicina al pieno impiego, la possibilità di accrescere la fetta dei profitti nel reddito è limitata (a meno che non vengano accresciuti con manovre fiscali o con sussidi). Oltre un certo punto, aumenti nei salari del settore dei beni d'investimento dovranno essere pienamente riflessi nei prezzi della produzione corrente (di nuovo, a meno che non si aumentino i sussidi); se questo non accade, si dovrà abbandonare o la strategia dell'investimento o il sostegno al pieno impiego. La soluzione scelta negli U.S.A. non è stata in questo senso, e i risultati sono una tendenza ascendente dei prezzi ed una sempre maggiore esposizione finanziaria. Si è potuto constatare che una strategia per il pieno impiego basata su alti investimenti e alti profitti, anche se sostenuta da una attiva politica monetaria e fiscale, porta ad un sistema finanziario sempre più instabile e a comportamenti

nomia stagnante, domare un'inflazione, e compensare una contrazione del credito: la scelta sembra essere divenuta se adattarsi ad un'inflazione accelerata o indurre un processo di deflazione dei debiti che può condurre ad una seria depressione. Il successo della strategia politica basata sull'interpretazione corrente di K. può essere provvisorio: già oggi questa strategia incontra delle difficoltà.

Un'alternativa è ravvisabile in una strategia basata su alti consumi. Una volta che si riconosce che con le istituzioni finanziarie del capitalismo la stabilità è destabilizzante, allora una strategia appropriata diviene mirare ad una decrescente dipendenza del sistema dall'investimento privato, cioè cambiare la distribuzione del reddito per accrescere la propensione privata al consumo, e accompagnare questo con consumi e investimenti pubblici.

Un'economia in cui i settori trainanti sono socializzati, in cui il consumo comune soddisfa una vasta porzione dei bisogni privati, in cui la tassazione del reddito e della ricchezza mira a ridurre la disuguaglianza, e in cui la speculazione sulle strutture debitorie è limitata da leggi che determinano le strutture debitorie ammissibili, può ben raggiungere il pieno impiego senza le tensioni e le instabilità insite nell'attuale strategia politica.

Poiché la socializzazione dei "colossi" è pienamente compatibile con un settore privato vasto, crescente e prospero, questa sintesi basata sugli alti consumi può ben condurre a maggior libertà per la capacità e l'audacia degli imprenditori della nostra attuale politica di alti investimenti e alti profitti, associata ad imprese e istituzioni finanziarie gigantesche, che grazie alla loro struttura riescono ad assicurarsi più facilmente finanziamenti esterni su larga scala, ma per la stessa ragione tendono ad essere stagnanti ed inefficienti.

Oltre alla dipendenza da un alto saggio di investimento, deve essere ovviamente ridotta anche la dipendenza da una spesa pubblica senza visibili benefici, cioè da quella militare. L'occupazione non deve essere mantenuta per effetto di una combinazione tra investimenti che portano ad un incremento netto nullo, o minimo, di capitale utile, perenni preparativi di guerra e mode passeggiare nei consumi; e il reddito dei lavoratori e dei poveri non deve più aumentare come effetto secondario e collaterale della crescita del reddito dei ricchi. Nella strategia alternativa il reddito dei poveri deve essere sostenuto e accresciuto direttamente, e i ricchi correranno i loro rischi.

Così, per giungere ad una soddisfacente analisi del funzionamento di un'economia capita-

capire le questioni di politica economica che fronteggiano oggi i paesi capitalisti, è necessario tornare alle questioni che erano al centro del dibattito degli anni '30 sui meriti relativi del capitalismo e del socialismo. Se si opta, come fece K., per una mistura che conserva le proprietà basilari del capitalismo, non è per le virtù del capitalismo incontrollato, ma nonostante i suoi difetti, che, per quanto grandi, possono in teoria essere controllati; tenendo sempre presente comunque che è nella sua natura non assicurare stabilità dell'occupazione ed equa distribuzione del reddito.