



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA INTERNAZIONALE
DELLE ISTITUZIONI E DELLO SVILUPPO

Carlo Beretta

Relazioni durature e mercati incompleti
Parte II

N. 1402

VP VITA E PENSIERO

UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA INTERNAZIONALE
DELLE ISTITUZIONI E DELLO SVILUPPO

Carlo Beretta*

Relazioni durature e mercati incompleti **Parte II[†]**

N. 1402

VP VITA E PENSIERO

* DISEIS and Faculty of Political and Social Sciences, Università Cattolica del Sacro Cuore, Largo Gemelli 1 20123 Milano – ITALY. carlo.beretta@unicatt.it

[†] Financial support from the Catholic University of Milan under the D.1 2014 research project on “Mercati incompleti e relazioni personalizzate” is gratefully acknowledged.

Comitato direttivo

Carlo Beretta, Angelo Caloia, Guido Merzoni, Alberto Quadrio Curzio

Comitato scientifico

Carlo Beretta, Ilaria Beretta, Simona Beretta, Angelo Caloia, Giuseppe Colangelo, Marco Fortis, Bruno Lamborghini, Mario Agostino Maggioni, Guido Merzoni, Valeria Miceli, Fausta Pellizzari, Alberto Quadrio Curzio, Claudia Rotondi, Teodora Erika Uberti, Luciano Venturini, Marco Zanobio, Roberto Zoboli

Prima di essere pubblicati nella Collana Quaderni del Dipartimento di Economia internazionale, delle istituzioni e dello sviluppo edita da Vita e Pensiero, tutti i saggi sono sottoposti a valutazione di due studiosi scelti prioritariamente tra i membri del Comitato Scientifico composto dagli afferenti al Dipartimento.

I Quaderni del Dipartimento di Economia internazionale, delle istituzioni e dello sviluppo possono essere richiesti alla Segreteria (Tel. 02/7234.3788 - Fax 02/7234.3789 - E-mail: segreteria.diseis@unicatt.it). www.unicatt.it/dipartimenti/diseis

Università Cattolica del Sacro Cuore, Via Necchi 5 - 20123 Milano

www.vitaepensiero.it

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail: autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org

All rights reserved. Photocopies for personal use of the reader, not exceeding 15% of each volume, may be made under the payment of a copying fee to the SIAE, in accordance with the provisions of the law n. 633 of 22 april 1941 (art. 68, par. 4 and 5). Reproductions which are not intended for personal use may be only made with the written permission of CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail: autorizzazioni@clearedi.org, web site www.clearedi.org.

© 2014 Diseis

ISBN 978-88-343-2915-3

Abstract

Perfect competition requires impersonal interactions. Coupled with moral hazard and asymmetric information, this precipitates on Nash equilibria that are generically Pareto inefficient. The dangers associated to impersonality when markets are incomplete are illustrated in the case of saving and its employment in the purchase of either financial or real activities.

JEL: D52-D82

INDICE

Introduzione	pag. 7
Gli usi del risparmio	9
L'affermarsi dell'ideologia del mercato	23
Riferimenti bibliografici	40

Introduzione

Si è portati a vedere la decisione di risparmiare come decisione di non domandare. Ma si risparmia generalmente per trasferire potere d'acquisto nel tempo in assenza dei mercati futuri rilevanti e, per far questo, bisogna accumulare e perciò domandare qualcosa che abbia valore nel momento in cui lo si vorrà utilizzare. Si domanderanno attività diverse dai beni non durevoli o dai servizi, ma si domanderà comunque qualcosa.

In questo lavoro si sosterrà che vedere il risparmio come sottrazione alla domanda è fuorviante in generale e non permette di vedere quanto mercati finanziari e mercati reali siano interconnessi tra di loro. La scissione è stata per molti versi ampliata dall'affermarsi nella teoria macroeconomica di una visione largamente ideologica sulle virtù del mercato, con le sue interazioni impersonali, e perciò soprattutto spot, dagli anni '70.¹ Era stata essa a spostare l'attenzione dal medio e lungo periodo verso il breve ed il brevissimo, ad esaltare la flessibilità e l'impersonalità dei mercati spot contro le rigidità imposte da accordi personalizzati di lungo periodo, ancor prima della pratica.

È una visione che poggia sull'uso del primo teorema fondamentale dell'economia del benessere e l'efficienza degli equilibri di perfetta concorrenza, forse senza considerare appieno le condizioni richieste per la sua applicazione.² Accanto ai fallimenti del mercato si accentua l'attenzione per quelli dello stato. Ogni movimento verso il mercato e l'aumento della concorrenza viene visto come produttivo di guadagni di efficienza potenzialmente³ a beneficio di tutti gli

¹ Negli anni '80 l'economia giapponese sembrava dare esempi contrari ma poi entrò in letargo.

² Non ultima la completezza della struttura dei mercati o almeno l'esistenza di sostituti di questa.

³ Pochi insistono sulla differenza tra potenziale ed effettiva realizzazione dei miglioramenti, qualunque cosa dicessero i tradizionali risultati alla Stolper-Samuelson, e chiaramente sottolineata, ad esempio, in Dixit – Norman (1980) e discussa anche in Beretta (2006)(b). Nessuno mette in rilievo gli

agenti interessati. Da qui, la spinta verso l'apertura dei mercati nazionali, con l'abbattimento di dazi e tariffe che ostacolano il commercio internazionale e di tutto ciò che limita il movimento dei fattori e soprattutto dei capitali.⁴ Massimizzare l'efficienza diventa una sorta di imperativo in un periodo in cui molti paesi sperimentano deficit della bilancia dei pagamenti e, soprattutto dopo le crisi associate alle insolvenze di molti paesi in via di sviluppo a cavallo di fine anni '70 inizio anni '80, sono gli organismi internazionali a spingere sempre più per l'adozione di un assetto liberista in tutti i campi.

In macroeconomia, formalmente si va alla ricerca di modelli micro-fondati ma questa è la stagione dell'agente rappresentativo⁵ e delle aspettative razionali che cancellano sia le interazioni, sia i problemi associati all'incompletezza dei mercati e all'inesistenza di gran parte di quelli futuri, con l'introduzione delle aspettative razionali. Nelle condizioni ideali ipotizzate in questo approccio, l'equilibrio che si raggiunge è sostanzialmente identico a quello che si raggiungerebbe in condizioni di mercati completi. Non v'è ragione per stipulare contratti a medio e lungo termine poiché gli stessi risultati possono essere ottenuti con una successione di contratti spot.

Ci si aspetterebbe un clima del tutto diverso in campo microeconomico ove dominano l'analisi dei problemi principale-agente, dell'informazione asimmetrica, della selezione avversa, e perciò l'interesse per situazioni che non sono di concorrenza perfetta. Nella prima metà degli anni '80 è il fiorire di risultati di impossibilità e di dimostrazioni della generale inefficienza degli equilibri sui mercati caratterizzati da informazione imperfetta.⁶ I risultati negativi ottenuti non fanno grande presa su chi governa le istituzioni interna-

effetti di erosione delle strutture che permettono di raggiungere cooperazione come equilibrio non cooperativo, se non per esaltare i "benefici" generati dal loro superamento.

⁴ La teoria è sanguigna anche sugli effetti benefici dei movimenti delle forze di lavoro ma la politica è molto più guardinga al riguardo.

⁵ Dotato di vita infinita e che ragiona su questo orizzonte.

⁶ Si vedano, ad esempio, Grossman – Stiglitz (1980), Stiglitz – Weiss (1981), Stiglitz – Greenwald (1986).

zionali e sui decisori delle politiche economiche nazionali. Comunque, anche in questi studi non si usa quasi mai la possibilità di ripetizione delle interazioni tra i medesimi soggetti e, anche per questo motivo, non si pone grande attenzione alle ragioni e agli effetti di contratti a medio e lungo termine.⁷

Quel che è strano è quanto poco i problemi emersi già negli anni '80, aumentati negli anni '90 ed esplosi nel 2007 abbiano inciso sul dibattito teorico ed indotto a riflettere su alcuni meccanismi di fondo evidentemente operanti e sui limiti dell'ottica adottata per far fronte alle difficoltà via via incontrate.

Gli usi del risparmio

Risparmiare certamente richiede di astenersi dal consumare ma è spesso considerato equivalente ad astenersi dal domandare sui mercati correnti, diventando così possibile fonte di disequilibrio rispetto all'offerta. Questo è vero solo in piccola parte e falso in generale. Si risparmia per trasferire potere d'acquisto nel tempo e bisogna procurarsi i mezzi che consentono di raggiungere questo scopo. Per far questo, chi risparmia deve acquistare nel periodo corrente attività da rivendere nei periodi futuri, quando vorrà impiegare il potere d'acquisto in essi incorporato. Si può tesaurizzare moneta, ma si possono anche acquistare beni reali, ovviamente conservabili,⁸ oppure attività finanziarie, fare prestiti a chi vuol domandare beni nel periodo in corso in eccesso rispetto al reddito di cui dispone.

Se ci fossero tutti i mercati futuri rilevanti, risparmiare signi-

⁷ Nelle critiche all'esaltazione del mercato di perfetta concorrenza, ad esempio, non si dà lo spazio dovuto al fatto che l'impersonalità che impone permette solo equilibri non cooperativi che si sa essere generalmente inefficienti e che è invece possibile raggiungere equilibri cooperativi come equilibri non cooperativi dei giochi generati tramite la stabilizzazione delle relazioni tra due o più agenti.

⁸ Derrate di grano o di riso, oro e pietre preziose, case e terra ma anche, se non soprattutto, mezzi di produzione durevoli come macchine e impianti o il prodotto che sarà ottenuto dal processo di produzione.

ficherebbe semplicemente comprare un bene futuro cedendo un bene presente e ci si riuscirebbe solo se si trovassero altri agenti che domandano sui mercati presenti e offrono su quelli futuri.

Quando i mercati futuri sono assenti, si può impiegare il risparmio e accantonare potere d'acquisto in molti modi, come si dirà tra poco. Tutti richiedono l'esistenza di una controparte sui mercati presenti, di qualcuno che vuol domandare beni o servizi, a scopo di consumo o d'investimento, in misura superiore al potere d'acquisto di cui dispone per un ammontare almeno pari a quello che si vuole risparmiare. Chi risparmia può non domandare lui stesso beni e servizi ma, per realizzare la propria decisione, deve mettere qualcun altro in grado di farlo. Da questo punto di vista, il risparmio non fa diminuire il valore complessivo della domanda sui mercati correnti.

Ad esempio, la moneta è messa in circolazione⁹ anche per finanziare,¹⁰ direttamente¹¹ o indirettamente,¹² domanda di beni e servizi. Per ottenerla o aumentarne la quantità detenuta, i privati devono vendere qualcosa, trovare domanda per i beni che cedono per un uguale valore.¹³ Certamente la moneta accumulata è domanda potenziale che non si esprime sui mercati, ma il suo ruolo come mezzo di trasferimento nel tempo di potere d'acquisto si è grandemente ridotto,¹⁴ e sopravvive in misura comunque limitata solo quando è coniata in metalli preziosi¹⁵ o quando manca un sistema bancario adeguato.¹⁶ Fuori da questi casi, nella visione tradizionale, la si domanda a scopo di transazione, a scopo precauzionale o a scopo speculativo. In tutti

⁹ Se non si ricorre al mitico elicottero.

¹⁰ Questa non è certo la via principale con cui lo si fa, ma esiste.

¹¹ Attraverso la domanda da parte della pubblica amministrazione, ad esempio.

¹² Attraverso la domanda espressa da chi beneficia dei trasferimenti e sussidi attuati dallo stato.

¹³ La domanda di moneta è comunque domanda, sia pure di un bene *sui generis*.

¹⁴ Oltre a quello cui si è accennato di costituire riserve di valore.

¹⁵ Fatto sempre più raro nelle economie avanzate.

¹⁶ Cosa oggi tipica solo di alcuni paesi arretrati.

questi ruoli ha però molti sostituti. Detenerla non dà reddito; è vista come una decisione senza rischi ma, naturalmente, quanto riesca a preservare potere d'acquisto dipende dalla stabilità del livello dei prezzi. Sostituita dall'uso di carte di credito, bonifici bancari, assegni, ecc., la domanda a scopo di transazione si è assai ridotta. Con la possibilità di effettuare depositi in conto corrente, anche quella a scopo precauzionale è venuta largamente meno.¹⁷ In periodi normali, ci si può chiedere se ci sia alcuno spazio persino per domandarla a scopo speculativo.¹⁸ Anche se detenere moneta privasse veramente il sistema di domanda, si tratterebbe di un fatto trascurabile. Gli effetti di una sua variazione sono soprattutto indiretti, nella variazione del potere d'acquisto che può essere messo in circolazione attraverso l'operare del moltiplicatore creditizio.¹⁹

Per trasferire potere d'acquisto nel tempo è più usuale acquistare attività finanziarie.

¹⁷ Un po' paradossalmente v'è domanda di moneta, ma non del proprio paese, soprattutto a scopo "precauzionale" e anti-speculativo, solo da parte delle banche centrali.

¹⁸ È interessante osservare quanto sia diminuito negli ultimi anni lo spazio riservato a questo argomento in molti testi di macroeconomia.

¹⁹ Il fatto che la gente detenga denaro oltre il minimo indispensabile per finanziare le proprie transazioni quando potrebbe acquistare titoli che danno un rendimento positivo fino a poco tempo fa ritenuto certo (depositi bancari o titoli di stato, ad esempio) è sempre stato visto come difficile da spiegare. È però possibile che la situazione sia destinata a cambiare. La domanda di moneta è aumentata in periodi recenti per i tentativi di controllare l'evasione fiscale attraverso l'acquisizione di sempre maggiori informazioni sull'uso che i vari agenti fanno dei loro depositi. Non pare che questo abbia creato ostacoli insormontabili per l'economia criminale, che oggi è probabilmente la maggior fonte di domanda di moneta. Tuttavia, la caduta senza precedente dei tassi d'interesse sui depositi e sui crediti a breve termine, che sono negativi in termini reali da parecchi anni, le tasse ed i costi che gravano sui conti correnti possono cambiare drammaticamente i comportamenti in questione degli agenti onesti, a meno di una politica molto lasca sui furti in appartamento, ad esempio, e controlli ancor più invasivi di quelli fino ad ora adottati sui contenuti delle cassette di sicurezza.

I depositi in banca²⁰ sono l'esempio più semplice. La quantità di potere d'acquisto messa in circolazione attraverso i prestiti bancari che essi consentono, dipende dal moltiplicatore creditizio che a sua volta dipende dall'esistenza di domanda da parte di agenti giudicati meritevoli di credito²¹ e può far crescere la domanda di beni e servizi per un ammontare di molto superiore all'entità dei depositi stessi.

Naturalmente si possono acquistare azioni od obbligazioni,²² non fa grande differenza se di nuova emissione o già in circolazione. Anche così, si trasferisce denaro a qualcuno che lo richiede per uno scopo, tipicamente a imprenditori che lo usano per acquistare mezzi di produzione o a consumatori che vogliono decumulare ricchezza accantonata in periodi precedenti.²³

Ovviamente, si può prestare anche a famiglie che vogliono consumare o magari investire nell'acquisizione di capitale umano più di quanto il loro reddito corrente consentirebbe loro, contro la promessa di saldare il debito contratto con il reddito guadagnato in futuro.²⁴ In tutti i casi, anche il risparmio impiegato in questi modi deve tradursi in domanda di beni e servizi sui mercati presenti.

Che i risparmi si traducano in domanda di beni è ovvio quando sono impiegati per acquistare e accumulare beni non deperibili.²⁵ Alcuni di questi beni²⁶ generano un flusso di servizi che pos-

²⁰ Così vicini alla moneta da essere considerati parte della base monetaria.

²¹ Esprimere questo giudizio veniva visto come ciò che potevano e dovevano fare le banche, come la loro funzione principale, quando ancora funzionavano da banche e non da rivendita al dettaglio di attività finanziarie più o meno oscure.

²² Queste attività pagano interessi o dividendi ma sono soggette al rischio di fallimento della controparte o dell'azienda di cui si sono acquistate azioni, oltre a quello di variazioni del livello dei prezzi.

²³ Vendendo attività finanziarie accumulate in precedenza.

²⁴ Come si vedrà, questa alternativa è particolarmente importante in periodi di eccesso di risparmio desiderato rispetto a quello domandato in vista di un impiego produttivo.

²⁵ Questo modo di impiegare i risparmi apparentemente limita i rischi, ma genera profitti solo se il loro prezzo relativo aumenta, e perdite negli altri casi.

²⁶ L'esempio tipico è quello delle case e delle terre.

sono esser goduti dal proprietario e possono essere acquistati proprio per questa ragione, trasformando questa operazione in un atto d'investimento. Se essi non sono distrutti dall'uso e possono perciò essere rivenduti, operano però anche come riserve di valore. Risparmiatore ed investitore finiscono allora per coincidere ma risparmiare ed investire rimangono decisioni distinte.

Come si può risparmiare ed accumulare, si può desiderare o dover spendere per consumo od investimento più di quanto il proprio reddito consentirebbe. Si può decumulare, vendere parte della propria dotazione di beni non deperibili, se se ne possiede, o chiedere il rimborso di crediti precedentemente concessi. Altrimenti ci si deve indebitare.

Sembrerebbe che chi risparmia ed accumula, da un lato, e chi decumula, dall'altro lato, abbiano bisogno l'uno dell'altro ma, siccome vi sono molte maniere di accumulare potere d'acquisto, i primi possono mettere in atto le proprie decisioni senza aver bisogno dell'assenso di nessun altro.²⁷ Non così per i secondi ed è dal lato di questi che può emergere la carenza di domanda effettiva, ossia di domanda sostenuta da sufficiente potere d'acquisto. A meno di ottenere credito, non si può acquistare per un valore eccedente quello di ciò che si riesce a vendere sui mercati esistenti. Si può essere costretti a detenere beni che si vorrebbero alienare ma che il mercato non domanda o veder andar persi i servizi che si vorrebbero offrire²⁸. La carenza di domanda effettiva finisce così per coincidere con l'esistenza di disequilibrio sui mercati operanti.²⁹

²⁷ In un'economia monetaria, si può sempre spendere meno di quanto si guadagna e semplicemente accantonare moneta, ma, se se ne ha la possibilità, si può anche produrre beni non deperibili e accumularli invece di consumarli. Non sono noti casi di banche che rifiutano depositi.

²⁸ Poiché questi non possono essere immagazzinati, a differenza della capacità di produrli. Ma, come accade nel caso del lavoratore disoccupato, anche la conservabilità di questa capacità può essere limitata.

²⁹ L'eventuale carenza di domanda non è legata all'eccesso del risparmio desiderato sull'investimento ma a possibili divergenze tra domanda nozionale, quella rilevante per la legge di Walras, e domanda effettiva. Un disoc-

È soprattutto in questi contesti che l'incontro tra chi vuol trasferire potere d'acquisto al futuro e chi ne vuol anticipare l'uso può produrre effetti benefici o causare problemi. I primi permettono ai secondi di tradurre in effettiva una domanda che altrimenti resterebbe solo nozionale. Si possono così incentivare decisioni di produzione e d'investimento in grado di produrre il reddito che consentirà il pagamento dei debiti contratti. Causa invece problemi quando si traduce in consumo improduttivo o va a finanziare decisioni d'impiego che non sono sufficientemente profittevoli.

In equilibrio, tutti i modi di impiego del risparmio devono dare lo stesso saggio di rendimento atteso, quello guadagnato dalle risorse impiegate nell'attività produttiva. Se questo è positivo³⁰ e c'è concorrenza perfetta su tutti i mercati,³¹ la moneta non sarebbe usata come riserva di valore e neppure per scopi speculativi e sarebbe domandata, se necessario, solo per scopo precauzionale o per transazioni.

A livello macroeconomico,³² una condizione sufficiente³³ per l'equilibrio è che i desideri di risparmio eguagliano quelli d'investimento³⁴ meritevoli di essere finanziati nel senso che sono in grado di produrre reddito almeno sufficiente a consentire il recupero del

cupato, privo di patrimonio, potrebbe ben desiderare di lavorare ai saggi di salario correnti e impiegare il reddito così ottenuto per acquistare beni. Se le decisioni sulla domanda di lavoro sono legate alla domanda effettiva, la domanda nozionale di questi soggetti non verrà "letta" dal mercato e non si tradurrà in incentivi ad aumentare la produzione. Su questi punti, si veda Clower (1965), che lega le divergenze tra domanda nozionale a domanda effettiva alla sola disponibilità di moneta, ma questa è solo uno dei possibili modi in cui detenere ed esprimere potere d'acquisto.

³⁰ Come accade in condizioni normali.

³¹ Così che si possono sempre comperare azioni che danno diritto a una quota dei profitti o acquistare fattori che devono essere impiegati per effettuarla, per il cui uso si può esigere un prezzo.

³² A quello micro bisogna essere molto più restrittivi.

³³ Ma, come si sosterrà, non necessaria.

³⁴ Comprensivi di quelli in acquisizione di capitale umano.

capitale investito ed il rimborso di eventuali prestiti contratti.³⁵ La condizione di ugual profittabilità impone che i beni non deperibili guadagnino una rendita, reale o figurativa, che assicura loro un tasso di rendimento pari a quello dell'investimento produttivo. Questo è anche il tasso d'interesse che deve essere pagato sui fondi presi a prestito. In queste condizioni non vi sarà spazio per domanda addizionale di beni non deperibili.

Se il risparmio desiderato è maggiore dell'investimento produttivo desiderato,³⁶ l'eccesso può essere assorbito da un aumento degli investimenti solo se si è in grado di far emergere domanda addizionale. Questo può essere fatto fornendo potere d'acquisto a chi altrimenti resterebbe disoccupato, permettendogli di tradurre la propria domanda nozionale in effettiva, creando così nuove possibilità d'investimento meritevole di essere finanziato.³⁷ Ciò presuppone però l'esistenza di uno strato di famiglie che dispone di poco più che la propria capacità di lavorare, in un certo senso, di una classe di famiglie con una dotazione di beni e attività finanziarie molto limitata, ma in possesso delle abilità e del sapere connesso al loro impiego nell'attività produttiva.³⁸ Questo sarà indicato come il caso virtuoso.

Superato questo limite, nelle ipotesi usuali, un aumento degli investimenti riduce il tasso di profitto e, se le rendite guadagnate dai beni non deperibili non si aggiustano istantaneamente verso il basso, ciò si traduce in un aumento del prezzo di questi ultimi, rendendo il loro acquisto più profittevole dell'investimento produttivo. In queste condizioni, i prezzi, le rendite e il tasso di profitto resterebbero inalterati se l'eccesso andasse a finanziare consumo improduttivo. Se fosse usato, almeno in parte, per acquistare beni durevoli, farebbe aumentare il loro prezzo e si tradurrebbe di nuovo in un aumento del-

³⁵ La distinzione tra impieghi che soddisfano questa condizione e quelli che non la soddisfano è notoriamente difficile ma è il compito che è chiamato ad assolvere un assetto finanziario ben funzionante.

³⁶ Inclusivo di quello associato all'acquisizione di capitale umano.

³⁷ Che è ciò che rende profittevoli gli investimenti produttivi addizionali.

³⁸ Se la loro dotazione fosse maggiore, potrebbero esprimere domanda effettiva anche da disoccupati.

la loro saggio di remunerazione. In tal caso, tuttavia, per assicurare l'eguaglianza dei saggi di rendimento, vi deve essere una riduzione dell'investimento produttivo³⁹ e un aumento del saggio d'interesse sui finanziamenti del consumo improduttivo. Un aumento della ricchezza dei possessori di beni durevoli si tradurrà in un aumento dei consumi ma, se la propensione marginale al consumo è inferiore ad 1, l'eccesso di risparmio desiderato finirà per aumentare.

Le due vie, quella dell'impiego finanziario e quella dell'acquisto di beni durevoli, coinvolgono agenti diversi e, pur essendo legate tra loro, avvengono in tempi differenti.

Mentre le decisioni di deposito presso le banche, ma anche quello dell'acquisto di quote di fondi, coinvolgono molti agenti, la maggior parte di piccole dimensioni, le decisioni di prestito sono molto più concentrate. Le ragioni principali di questa asimmetria sono legate ai costi di transazione, quelli della raccolta di informazioni sull'andamento generale del sistema e del particolare ambiente in cui i vari operatori finanziari agiscono, sulle potenziali controparti⁴⁰ e sull'uso di queste informazioni, quelli delle decisioni sul contenuto, la redazione e la stipulazione dei contratti, quelli della soluzione di eventuali conflitti in caso di ricorso ai tribunali, e, forse soprattutto, quelli legati alla capacità di differenziare i rischi, per controllare l'esposizione ad essi.

³⁹ Che ne fa aumentare il tasso di profitto.

⁴⁰ Almeno nel caso delle banche e soprattutto nei tempi andati. A lungo, molti sistemi bancari avevano, accanto a quelli di grandi dimensioni, istituti che avevano un raggio d'azione prevalentemente locale e in molti paesi vigeva la regola che le imprese di piccola e media dimensione facessero riferimento ad una sola banca che aveva quindi accesso a informazioni che consentivano una valutazione complessiva dell'affidabilità e del merito di credito della controparte. Qualunque cosa dicesse la teoria dell'informazione asimmetrica, negli anni '80 ha prevalso anche in questo campo la teoria della superiorità del mercato impersonale e della concorrenza. Ad esempio, la Comunità Europea in prima persona è intervenuta al riguardo imponendo trasformazioni dell'assetto tradizionale. Anche se è difficile stabilire legami causali, le crisi delle Landesbank tedesche dopo il 2007 sono molto suggestive sulla sensatezza delle decisioni imposte.

Le decisioni sull'acquisto di beni durevoli⁴¹ sono invece molto più disperse. In molti casi la loro realizzazione è subordinata e perciò successiva all'ottenimento di credito. Hanno costi di transazione spesso superiori a quelli delle attività finanziarie, vuoi nella ricerca del bene da acquistare, della controparte e delle condizioni da inserire nei contratti e nella stipulazione di questi, vuoi nell'individuazione di una controparte cui vendere, qualora si volesse ritornare sui propri passi. Soprattutto gli agenti di piccole dimensioni, con queste decisioni possono finire per concentrare i propri rischi e aumentare la propria esposizione all'incertezza.

In tutte le alternative esaminate, il fatto che i risparmi si traducano⁴² in domanda di beni reali fa sì che sui mercati attivi il valore della domanda effettiva complessiva e quello dell'offerta coincidano. Finché c'è equilibrio, la legge di Walras deve essere soddisfatta, in termini effettivi e non solo nozionali, periodo per periodo.

Tuttavia, si sarà riusciti a trasferire potere d'acquisto nel tempo solo se si sarà in grado nei periodi futuri, quando lo si vorrà utilizzare, di acquistare veramente i beni e servizi che si desiderano, come accade in quello che è stato indicato come il caso virtuoso. Se i desideri di risparmio coincidono con l'investimento in produzione e acquisizione di capitale umano, i risparmiatori riescono realmente a trasferire al futuro la possibilità di soddisfare la domanda che vorranno esprimere allora. I risparmi così impiegati generano, almeno potenzialmente, la capacità di fornire ciò che si prevede di domandare, assicurando l'equilibrio anche sui mercati futuri quando questi si apriranno.

Anche e forse soprattutto fuori dal caso virtuoso, un eccesso di desideri di risparmio è compatibile con l'equilibrio sui mercati operanti, ma la sua esistenza può rimanere del tutto nascosta e non rilevata. Di fatto, permettendo se non spingendo, in un certo senso, ad un aumento della domanda che può esprimere chi si indebita,⁴³ nei

⁴¹ In particolare, case, edifici, impianti, terre, ecc.

⁴² Con un numero maggiore o minore di intermediazioni.

⁴³ E se si traduce in depositi o accumulazione di attività finanziarie ed opera il moltiplicatore creditizio, per molto più dell'eccesso stesso.

dati della contabilità nazionale può comparire come una caduta della propensione al risparmio.⁴⁴ L'esistenza dell'eccesso in questione può essere rilevato solo indirettamente. Per soddisfare la nuova struttura della domanda, vi deve essere una modificazione della produzione verso i beni di consumo e quelli non usati nell'attività produttiva e una riduzione dell'investimento e della produzione di beni usati come fattori produttivi. Vi deve essere un'espansione della "finanziarizzazione" dell'economia. Sia il prestito che finanzia consumo improduttivo, ad un saggio d'interesse oltretutto crescente, sia la speculazione sugli incrementi di prezzo dei beni durevoli sono attività rischiose. Questo significa che l'esposizione al rischio dell'economia nel suo complesso deve aumentare.

L'assenza di mercati futuri nasconde che l'incremento di valore dei beni conservabili riflette un trasferimento di domanda di beni e servizi al futuro cui non corrisponde un trasferimento di beni o di capacità di produrre. Questa divergenza emergerà necessariamente nel momento in cui viene meno la differenza tra risparmio desiderato e investimento. Quando i mercati futuri si apriranno, i risparmiatori scopriranno di non essere in grado di vendere i beni durevoli ai prezzi che avevano raggiunto, o che i debitori non sono in grado di pagare gli interessi sui propri debiti, e men che meno di restituire il capitale.

Se l'incremento di valore dei beni conservabili imposto dalla condizione di egual rendimento delle diverse forme in cui si può trasferire potere d'acquisto nel tempo, è maggiore o almeno pari all'eccesso di risparmio desiderato, il processo può continuare per un numero indeterminato di periodi. Altrimenti sarà l'eccesso di risparmio a determinare il tasso di apprezzamento dei beni conservabili e sarà questo a determinare il tasso di profitto minimo richiesto sugli investimenti produttivi, e per questa via una riduzione degli investimenti desiderati, eventualmente dando avvio ad un processo cumulativo. In questo caso, in un numero di periodi finito, si deve raggiun-

⁴⁴ Per costruzione, nella contabilità nazionale risparmio ed investimento coincidono così che, nelle condizioni in esame, si sottostima il risparmio desiderato, quello che gli agenti pensano di aver realizzato.

gere una situazione in cui la stragrande maggioranza degli agenti si troverà sullo stesso lato del mercato, vorrà vendere beni durevoli o attività finanziarie in assenza di compratori⁴⁵ e per ristabilire un equilibrio vi dev'essere un improvviso e drammatico riaggiustamento dei prezzi⁴⁶.

Visti i possibili problemi ad esso associati, ci si può chiedere cosa causa un eccesso di risparmio. Certamente variazioni nella distribuzione del reddito ed in particolare un aumento della disegualianza hanno un notevole peso ma quello che forse è più rilevante è l'identità di chi beneficia di ciò. I problemi sembrano essere connessi soprattutto al fatto che esso finisce per aumentare il risparmio chi non ha progetti di impiego produttivo del medesimo o la possibilità di partecipare al loro finanziamento.⁴⁷ Non sembra possibile però distinguere i redditi di costoro dagli altri e sembra difficile perciò intervenire attraverso la loro tassazione.

Si potrebbe pensare di impedire o almeno controllare il formarsi di bolle, ad esempio tassando l'incremento di valore dei beni non deperibili. L'equilibrio temporaneo che si sta esaminando è però probabilmente instabile, il che fa sì che molti dei segni degli effetti di statica comparata delle politiche messe in atto si rovesci.⁴⁸

Quando l'equilibrio diventa insostenibile, la domanda effettiva verrà a mancare. Non dispongono di potere d'acquisto i debitori, incapaci di far fronte ai loro impegni, ma anche chi ha accumulato

⁴⁵ Sul mercato di queste attività scomparirà la liquidità, la cui presenza è condizione necessaria per utilizzare molti dei modelli per la determinazione dei prezzi dei derivati. I riferimenti classici sono Black – Scholes (1964) e Merton (1973). Una lettura interessante su questi temi, con particolare riferimento alle vicende della LTCM, è Dunbar (2000).

⁴⁶ Per un esempio, non del tutto irrealistico alla luce di Ferguson (2008), si veda Beretta (2006)(a).

⁴⁷ Ad esempio, un aumento dei redditi degli imprenditori che risparmiano per finanziare investimenti o di chi comunque partecipa al finanziamento di quelli decisi dai produttori non causa nessuna delle difficoltà in discussione.

⁴⁸ Per avere un'idea di cosa ciò significa, si vedano i risultati di statica comparata ottenuti in Beretta (2006)(a).

attività finanziarie o beni conservabili troverà difficoltà nel venderli, se pure vi riesce. Di conseguenza, le imprese non troveranno domanda effettiva sufficiente per i beni prodotti, e perciò cadranno investimenti e domanda di fattori di produzione, anche perché la domanda nozionale di beni da parte di chi finisce disoccupato non sarà rilevata dai mercati, e ciò porterà ad una contrazione dei consumi.

È probabile che il disequilibrio emerga prima nei mercati finanziari, con l'aumento dei crediti inesigibili man mano che emerge l'incapacità dei debitori di pagare persino i soli interessi. La conseguente vendita dei beni durevoli usati come collaterale farà cadere il loro prezzo. Tutto questo non ha effetti diretti sulla quantità di beni reali posseduti dall'economia, ma vi saranno effetti indiretti molto pesanti. Il fallimento dell'impresa, ad esempio, si tradurrà spesso, oltre che in disoccupazione, nella perdita di possibilità di utilizzo profittevole di impianti e macchinari che sopravvivono fisicamente ma non più dal punto di vista economico. La distruzione di ricchezza sarà contabilizzata ma solo a fallimento dichiarato e spesso gradualmente, anche molto gradualmente, nel tempo.⁴⁹

Mentre le difficoltà finanziarie emergeranno rapidamente nel settore privato, non incidono sul livello nominale del debito pubblico. Almeno fino al periodo immediatamente successivo la seconda guerra mondiale, erano soprattutto l'inflazione o le operazioni di consolidamento del debito che provvedevano a cancellare il valore dei titoli in questione. Negli ultimi decenni, operazioni di questo tipo hanno caratterizzato soprattutto i paesi in via di sviluppo relativamente poveri ma non vi è stato nulla di simile, ad esempio, in Giappone negli anni '90 o negli Stati Uniti ed in Europa nell'ultimo decennio. Inoltre, non sempre l'eventuale caduta del corso dei titoli in

⁴⁹ I creditori, le banche in particolare, quando non finiscono prigionieri dei propri debitori, devono valutare se le crisi di questi ultimi sono di liquidità o di solvibilità e, anche in quest'ultimo caso, se sia più conveniente chiedere subito la cessazione di attività delle imprese o consentire loro di sopravvivere per qualche tempo, magari liquidando gradualmente il proprio patrimonio. La valutazione delle perdite da mettere in bilancio richiede perciò tempo.

questione è messa a bilancio,⁵⁰ anche perché almeno in parte è detenuta dalle famiglie.

La crisi rivelerà l'entità dei rischi cui ci si era esposti, di fatto, aumenterà i rischi cui è esposta gran parte delle attività che sopravvivono facendo venir meno domanda effettiva ed incidendo sui profitti delle imprese. Quanto questo induca ad impieghi meno rischiosi dei risparmi dipende da più fattori.

Non è detto che al suo precipitare, l'eccesso venga meno o diventi addirittura carenza di risparmio desiderato rispetto ai desideri di investimento e di consumo. Chi gode di redditi sufficientemente alti può aumentare la propria propensione al risparmio per ricostituire il proprio patrimonio. La domanda per investimento è invece molto probabile che cada.

È difficile invece dire cosa succede nei confronti della propensione al rischio. L'emergere dei costi dell'esposizione che si era raggiunta può farla diminuire ma solo se si accettano tassi di profitto e d'interesse più bassi, anche di molto, di quelli precedenti la crisi. Altrimenti si spingeranno soprattutto gli operatori finanziari di nuovo ad accettare maggiori livelli di rischio nella speranza di maggiori tassi di profitto.

Esprimere una valutazione netta su questi comportamenti è arduo. Con la caduta della propensione al rischio, infatti, è probabile che si riduca l'impiego virtuoso dell'eccesso di risparmio che sopravvive, che questo si traduca in acquisti di titoli almeno formalmente più affidabili, come quelli del debito pubblico, e vada a finanziare impieghi non sempre virtuosi, finendo per accentuare e prolungare la flessione dell'economia. Accanto ad impieghi più spregiudicati o chiaramente speculativi, trasferire capitali a operatori finanziari privati può consentire proprio di attenuare gli effetti negativi di un'eccessiva caduta della propensione al rischio.

In queste condizioni, una via d'uscita spesso invocata è quella dell'iniezione di potere d'acquisto attraverso politiche fiscali o

⁵⁰ È soprattutto nel settore finanziario che il "mark to market" è discutibile e ha probabilmente prodotto molti più danni che benefici. Molti operatori poi sono in grado di conservare i titoli fino alla loro scadenza.

monetarie, per finanziare i consumi. Il successo dipenderà in larga misura dalla velocità ed efficacia con cui opera il meccanismo del moltiplicatore. Se è troppo lento o poco efficace, questo aumenterà solo la quantità di titoli di credito cui non corrisponde la disponibilità di beni, aumentando lo squilibrio dell'economia.

Forse contro-intuitivamente, si dovrebbe invece, da un lato, incentivare l'investimento produttivo, ovviamente, nelle condizioni in esame, soprattutto quello legato ai beni pubblici⁵¹ la cui offerta non è vincolata all'esistenza di domanda effettiva come accade per i beni privati e, d'altro lato, per un pari ammontare, indurre un aumento dei risparmi necessari per finanziarlo, rendendo volontaria la decisione di ridurre il consumo così da evitare di colpire quello necessario.

Nel breve periodo e solo in presenza di illusione finanziaria si possono usare anche politiche inflazionistiche, ma soltanto per attutire gli effetti del disvelarsi dei propri errori di calcolo, in particolare i probabili effetti negativi sulle decisioni di risparmio e quelli legati all'improvviso venir meno delle ragioni di impieghi irreversibili in capacità produttiva, associati al crollo della domanda effettiva. La distruzione in termini reali della ricchezza fittiziamente accumulata sembra inevitabile.

Le situazioni più tragiche, però, si hanno quando da un eccesso si passa a carenza di risparmio desiderato, quando il valore dei desideri d'investimento e di consumo supera il reddito corrente così che vuoi gli uni, vuoi gli altri debbono essere ridotti. Può accadere che la caduta della domanda effettiva impedisca a una parte della popolazione persino di soddisfare il consumo necessario, nei casi estremi al punto da mettere in pericolo la sopravvivenza dell'equilibrio socio-politico.⁵²

⁵¹ Cosa che può essere facilitata da un eventuale spostamento degli impieghi dell'eccesso di risparmio verso i titoli pubblici.

⁵² Secondo Marx, questo era un problema che avrebbero incontrato prima le economie capitalistiche ricche e solo col venir gradualmente meno di speranze di questo tipo, in URSS ci si è arresi al comunismo in un solo paese. Nella realtà, è una situazione che riguarda soprattutto i paesi poveri e, sia

L'affermarsi dell'ideologia del mercato

Se si considera il periodo immediatamente successivo la fine della seconda guerra mondiale, mentre i paesi europei sono tutti caratterizzati da carenza di risparmio rispetto ai livelli d'investimento e di consumo desiderati, gli Stati Uniti⁵³ si trovano in una condizione opposta tanto che molti keynesiani americani⁵⁴ temevano addirittura una nuova crisi associata a insufficienza della domanda. Contrariamente alle aspettative, negli Usa la domanda si dimostrò sostenuta ma permase comunque un eccesso di risparmio. Questo consentì di finanziare gli esordi degli organismi internazionali⁵⁵ e poi il piano Marshall, ma anche di finanziare gli investimenti esteri delle multinazionali americane.⁵⁶ Anche per meglio soddisfare le esigenze operative di queste ultime, si ha la costituzione in Europa, ed in particolare a Londra e in Svizzera, di sedi di banche americane. Esse sono istituite come enti formalmente distinti dalla casa madre, anche per operare senza dover rispettare regole e vincoli cui erano soggette sul territorio americano⁵⁷ e sottrarsi alla supervisione delle autorità monetarie del proprio paese ed essendo controllate solo limitatamente

pure in versioni diverse, la si incontra in molti casi di “stati falliti”.

⁵³ E, su scala molto più limitata, il Canada e l'Australia.

⁵⁴ Hansen è forse il più citato.

⁵⁵ Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale.

⁵⁶ Nel caso italiano, quasi solo imprese che producevano beni di largo consumo. I settori base rimangono saldamente in mani italiane o perché il loro capitale è interamente posseduto dall'IRI o perché il mercato azionario è largamente impermeabile al capitale straniero. V'è probabilmente anche una decisione politica di difesa dei settori base, considerati strategici per assicurare autonomia al paese, che si esprime esplicitamente però solo, e nonostante le forti pressioni in contrario di inglesi ed americani, nel caso della riserva allo stato del monopolio dello sfruttamento di gas ed idrocarburi che porterà alla costituzione dell'ENI. Ma il comportamento in materia di Francia e Germania (quest'ultima almeno fino agli anni '60 e anche dopo solo limitatamente al settore automobilistico) non è dissimile: fa eccezione probabilmente solo la Gran Bretagna.

⁵⁷ Come, ad esempio, quelle del tasso zero pagato sui depositi a vista.

dalle autorità dei paesi d'insediamento.⁵⁸ Si arriva così alla formazione ed espansione del mercato dell'eurodollaro, che diventa particolarmente rilevante negli anni '60.

Se non all'interno degli Stati Uniti, a livello mondiale l'eccesso di risparmio poteva così trovare un impiego virtuoso, per usare l'espressione sopra definita. Concedendo finanziamenti a fondo perduto e a medio e lungo termine, o attraverso gli investimenti diretti esteri, finanziava domanda europea per investimento e consumo che si traduceva anche in domanda di beni e servizi americani, portando e mantenendo la bilancia commerciale degli USA in attivo.

Negli anni '50 si completa la ricostruzione delle economie nazionali in Europa, in alcune registrando "miracoli", in gran parte trainati dalle esportazioni.⁵⁹ L'alta propensione al risparmio di gran parte dei paesi europei consente di finanziare gli investimenti produttivi e i saldi positivi delle bilance dei pagamenti permettono di ricostituire le riserve presso le banche centrali. I successi nelle esportazioni riflettono, almeno in parte, il graduale venir meno del vantaggio delle industrie americane ma la bilancia commerciale resta in attivo e continuano gli investimenti diretti all'estero.

La situazione cambia però radicalmente negli anni '60. Gli Usa sperimentano una prima crisi a cavallo tra la fine degli anni '50 e i primissimi anni '60, affrontata con successo usando i classici strumenti keynesiani, applicati ad un'economia ancora largamente autosufficiente.⁶⁰ Il potenziale eccesso di risparmio è assorbito soprattutto dal crescente impegno nella guerra del Vietnam e dagli oneri connessi alla realizzazione della Great Society di Johnson, sottraendolo ad impieghi alternativi.⁶¹ L'espansione del mercato

⁵⁸ La Banca d'Inghilterra, ad esempio, controllava solo i movimenti in sterline, non quelli in dollari.

⁵⁹ Fa forse in parte eccezione l'economia inglese.

⁶⁰ Il rapporto tra importazioni ed esportazioni sul prodotto interno lordo è molto basso.

⁶¹ Nel caso del Vietnam, si sarebbe portati a ritenere che il risparmio sia stato assorbito da "consumo improduttivo", usando un'espressione eccessivamente ottimistica. Ma è troppo facile esprimere giudizi *ex post*, trascurando

dell'eurodollaro, che riduce il controllo delle autorità monetarie, e la necessità di finanziare i maggiori acquisti di beni e servizi si traducono in un aumento della quantità di dollari disponibili sui mercati internazionali che porta ad una graduale svalutazione dagli anni '60 e alle crisi con i paesi europei⁶² sul ruolo dell'oro nel commercio internazionale.

All'inizio degli anni '70, in rapida successione, si sperimentano fenomeni largamente imprevisi e cui ci si trova di fronte impreparati. Prima, l'aumento delle richieste di conversione porta all'abbandono della convertibilità del dollaro e alla flessibilità dei cambi. Poi, l'aumento del prezzo del petrolio⁶³ provoca un improvviso e rilevante spostamento di reddito e di ricchezza dalle economie occidentali verso quelle dei paesi produttori di petrolio. Il problema principale per queste ultime è cosa fare dei capitali ottenuti: solo in parte li possono usare per finanziare un'espansione dei

il ruolo della teoria del domino e quindi le giustificazioni di politica internazionale che un simile uso poteva avere. Nel caso della Great Society, in particolare la realizzazione delle politiche anti-discriminatorie e di inclusione, richiedono una valutazione diversa. Vi sono questioni di giustizia difficilmente traducibili in termini economici e anche limitandosi a questi, si considerino i guadagni di efficienza in termini di aumentati incentivi agli investimenti in capitale umano e alla loro valorizzazione e si rammenti che sommosse nelle città americane con sottofondo razziale sono continuate fino alla metà degli anni '60. D'altra parte, è difficile individuare e valutare tutti i costi, in particolare quelli associati all'aggiustamento richiesto dal passaggio da un assetto non solo di norme giuridiche ma soprattutto di regole sociali, molto spesso implicite e perciò raramente esaminate e messe in discussione, ad un altro. La lotta contro la discriminazione razziale è poi solo uno degli aspetti del cambiamento in corso. In questi anni sorgono i movimenti di contestazione giovanili, in parte riflesso della guerra in Vietnam e dei suoi effetti interni, il graduale affermarsi dei diritti delle donne e l'esplosione delle rivendicazioni di gay e delle varie minoranze.

⁶² In particolare con la Francia di De Gaulle.

⁶³ E l'istituzione dell'Opec poco dopo, per meglio coordinare le strategie di mercato dei vari membri dell'organizzazione.

consumi⁶⁴ ma non sono in grado di impiegarli produttivamente al proprio interno⁶⁵ e non hanno piani e progetti per un loro impiego all'estero. Nelle economie occidentali, la contrazione della domanda effettiva di beni e servizi e del reddito interno si traduce in depressione dei mercati e un freno alle decisioni d'investimento.

A livello mondiale ma anche di gran parte dei singoli paesi si crea un disequilibrio tra livello di risparmio desiderato⁶⁶ e quello degli investimenti e impieghi produttivi,⁶⁷ con un eccesso del primo rispetto il secondo. In realtà, però, la domanda effettiva complessiva⁶⁸ è rimasta in sostanza inalterata; ha solo cambiato mani e destinazioni. Da quelle degli operatori occidentali, molte decisioni sono trasferite alle mani di quelli dei paesi produttori di petrolio che, non avendo progetti d'investimento articolati, sono "costretti" ad acquistare attività finanziarie⁶⁹ come mezzo di preservazione e trasferimento nel tempo del potere d'acquisto via via accumulato tramite i surplus delle rispettive bilance dei pagamenti.

Un po' paradossalmente, la situazione non è molto diversa da quella dei paesi europei e degli Stati Uniti. Anche qui si è formato un eccesso di risparmio, in questo caso dovuto soprattutto alla caduta dei desideri di investimento e impiego produttivo. Essa viene come la principale causa della disoccupazione, in rapido e preoccupante aumento, e spiegata con la riduzione della domanda a scopo di consumo. Si cerca perciò di far fronte alla depressione con le politiche

⁶⁴ Cosa che avviene in misura vistosa, gli acquisti degli sceicchi dei beni di lusso nel periodo in esame ma insufficiente. Espandere il consumo interno in misura rilevante avrebbe richiesto una rimessa in discussione della distribuzione del reddito e della proprietà in questi paesi e un radicale cambiamento dell'assetto politico e sociale.

⁶⁵ Una prima analisi dei problemi in discussione si può ritrovare in Beretta (1989).

⁶⁶ Inteso come misura del potere d'acquisto che si vuol trasferire nel tempo.

⁶⁷ Come si è argomentato nella sezione precedente, quanto potere d'acquisto si è effettivamente in grado di trasferire nel tempo.

⁶⁸ Comprensiva di quella delle attività finanziarie.

⁶⁹ Offerte loro dai paesi occidentali.

keynesiane, ossia con politiche monetarie tendenzialmente espansive e politiche fiscali di deficit di bilancio, per rilanciare la domanda di beni e servizi.

Si trattava di misure che avevano già mostrato i loro limiti se applicate ad economie in cui il peso del commercio internazionale sul PIL era alto.⁷⁰ In molti paesi si insiste soprattutto sulla necessità del rilancio dei consumi, certamente necessario in una certa misura se non si vuole che almeno parte degli investimenti in capacità produttiva sia dichiarata persa.⁷¹ In Italia in particolare, si tenta di rilanciare sia i consumi privati, anche attraverso i redditi generati dall'aumento della spesa pubblica, sia quelli pubblici, per sanità, istruzione e welfare.⁷² Si fa poco invece per sfruttare le opportunità⁷³ di espandere l'investimento pubblico,⁷⁴ in infrastrutture, ad esempio, e incidere sulla redditività dell'investimento privato. L'eccesso di risparmio⁷⁵ trova impiego nell'acquisto di titoli del debito pubblico di cui è difficile vedere il sottostante reale.

Molto del deficit americano è coperto dai paesi produttori di petrolio che acquistano, direttamente o indirettamente,⁷⁶ titoli del de-

⁷⁰ Ad esempio con lo *stop and go* sperimentato dall'Inghilterra proprio negli anni '60, un periodo in cui si discuteva dei *trade-off* tra tasso d'inflazione e tasso di disoccupazione.

⁷¹ Dopo tutto, si vive in un mondo di *non-tâtonnement*.

⁷² In particolare con la revisione dei sistemi pensionistici.

⁷³ In realtà, nel caso italiano, la necessità.

⁷⁴ Quanto l'incremento della spesa per l'istruzione abbia finanziato consumo o investimento è difficile da accertare, ma l'andamento della "produttività" del settore fa propendere più per la prima alternativa che non per la seconda. Si espande l'occupazione nel settore scolastico ma non si dotano le scuole di edifici ed attrezzature adeguate. Si trascura l'investimento nel settore del trasporto, quello ferroviario in particolare ma non solo. Cadono le spese, sia private sia pubbliche, per ricerca e sviluppo. Sono lontani gli anni del Nobel per la chimica e nel decennio '70 anche l'embrione di settore informatico viene lasciato morire.

⁷⁵ Che permane anche quando, per un lungo periodo, il tasso d'interesse reale pagato sui titoli in questione è negativo.

⁷⁶ Ad esempio attraverso la sottoscrizione di quote di fondi americani.

bito pubblico. In questa operazione il governo agisce essenzialmente da intermediario: godendo di credibilità è in grado di indebitarsi verso l'estero a condizioni molto più vantaggiose di quelle che otterrebbero i privati e usa le risorse così ottenute per espandere il credito che circola all'interno della propria economia.

È in queste condizioni che eccesso di risparmio e spersonalizzazione delle interazioni economiche gettano i semi di alcuni dei problemi che emergeranno dagli anni '80.

Le misure anticicliche portano ad un rapido aumento del tasso d'inflazione. A livello dei paesi occidentali, gli USA in particolare, questo fa sì che molti contratti a lungo termine diventino insostenibili per almeno una delle parti. Ad essere interessati sono sia quelli di fornitura di beni e servizi,⁷⁷ sia quelli finanziari.⁷⁸

Se si può scegliere tra vincolarsi, magari a lungo termine, con contratti personalizzati o una successione di contratti a breve termine e soprattutto impersonali, qual è la decisione economicamente più sensata? Che cosa accade quando in alcuni campi si ha una scelta in materia mentre in altri essa è più limitata? In quali condizioni e con che effetti può un'economia passare da un'alternativa all'altra?

Se si usa l'ottica adottata nei modelli macroeconomici esistenti, ed in particolare si insiste sul ruolo essenziale del mercato e della perfetta concorrenza, non sembrano possibili dubbi: i contratti a breve e impersonali sono la via maestra. Si trascurano però così molti dei costi associati all'impersonalità, da un lato, e all'assenza di gran parte dei mercati futuri, dall'altro lato.

Nelle condizioni in esame, per le imprese diventa molto più rischioso impegnarsi con contratti a lungo termine ma questo accentua i problemi cui si trovano di fronte soprattutto quelle che usano tecnologie caratterizzate da ingenti impieghi in fattori fissi. Decisioni

⁷⁷ Uno dei casi più noti è quello dei contratti pluriennali di fornitura di kerosene stipulati tra aziende petrolifere ed aziende aeronautiche, in cui venivano fissati prezzi e quantità.

⁷⁸ I tassi d'interesse dei prestiti obbligazionari erano tradizionalmente fissati in termini nominali ed erano invarianti rispetto al tasso d'inflazione.

irreversibili di questo tipo, ad esempio, possono diventare sensate solo se chi potrebbe usare contratti a breve, come molti dei clienti delle imprese in questione, si vincola pure esso e credibilmente a lungo. Nei rapporti tra agenti legati da interessi complementari, accordi di questo tipo non sono rari.⁷⁹ È un modo per eliminare l'incertezza dalle interazioni interne al gruppo e rende solidali rispetto all'incertezza dei rapporti con l'esterno. Ovviamente, però non elimina quest'ultima: i legami col resto del sistema differiscono da membro a membro ed un aumento dell'imprevedibilità dell'evoluzione dell'economia si traduce in aumento, diverso per ciascuno, dei rischi e dei costi del rispetto degli accordi, cosa che può spingere qualcuno di essi a defezionare e por fine alla loro sopravvivenza.⁸⁰

Nella fase di politica monetaria espansiva e di abbondante liquidità degli anni '70, mentre il crescere dell'inflazione rende praticamente impossibile ottenere finanziamenti a lungo termine a tasso fisso moderato, è facile ottenere prestiti a breve a tassi d'interesse reale persino negativi. Questo spinge le imprese ad aumentare il rapporto tra debiti e capitale proprio.⁸¹ Se l'inflazione erode il peso del debito obbligazionario contratto in precedenza, rende molto più costoso ed aleatorio il rinnovo di questo anche perché si logora il rapporto tra le imprese e le banche finanziatrici. Ma non è solo il comparto produttivo ad essere interessato da questi cambiamenti.

Gli operatori finanziari vedono aumentare la concorrenza reciproca, cosa che accentua la mobilità della clientela. Si suppone di

⁷⁹ Anche se possono trovare ostacoli nella normativa a tutela della concorrenza.

⁸⁰ Sia pure in un contesto diverso, i contratti in cui si scambia reddito e rischio sono stati studiati in Stiglitz (1972) o più recentemente in Belaj – Bourlès – Deroian (2014).

⁸¹ Il fenomeno assume dimensioni patologiche in Italia, con le banche di credito ordinario che si espongono, anche per l'intervento della politica in grado di condizionare pesantemente la composizione e la qualità del management, verso le imprese di grandi dimensioni in misura spropositata, perdendo la propria autonomia nella valutazione delle condizioni di un eventuale rinnovo e finendo per diventare prigioniere.

poter controllare l'erosione dell'affidabilità dei rapporti e l'aumento dell'esposizione al rischio che ne consegue, attraverso la differenziazione del portafoglio. Si cerca di diversificare il rischio e di aumentare i profitti anche espandendo i prestiti all'estero, in particolare ai paesi in via di sviluppo, quelli ricchi di materie prime in primis. In questo campo, formalmente si presta soprattutto a dei governi, si acquista debito sovrano nella convinzione che avere come controparte uno stato sia garanzia sufficiente per la loro restituzione. I paesi coinvolti sono però spesso in condizioni di instabilità politica, cosa che rende aleatoria l'identità della controparte, e non si hanno effettive possibilità⁸² di controllo sull'impiego dei fondi concessi.

All'interno degli Stati Uniti, cambia la stessa gestione del risparmio privato anche da parte delle famiglie.⁸³ Ai depositi in conto corrente completamente infruttiferi si sostituiscono gli acquisti di quote dei fondi mobiliari e gli impieghi a lungo termine vengono sempre più affidati ai fondi specializzati, poco vincolati dalle normative applicate alle banche, invece che "congelati" nell'acquisto di *Blue chips*. Soprattutto cambia la struttura del mercato finanziario e si allarga la platea degli operatori con l'ingresso di fondi che operano nella *private equity* e *venture capital*. Esplodono i fondi high yield. Si arricchisce poi anche lo spettro delle operazioni intraprese. Con la creazione di mercati ad alto rischio come quello dei *junk bonds*, si diffondono le operazioni di *leveraged buyout*.

Cambia anche la gestione di molti operatori tradizionali, come le S&L. Negli Stati Uniti esse operano raccogliendo depositi a breve, formalmente richiedibili a vista, e facendo prestiti a medio e lungo termine in gran parte dei casi finalizzati all'acquisto di abitazioni. L'inflazione degli anni '70 sposta ricchezza da chi ha concesso prestiti verso chi si è indebitato rendendo più facile per chi ha con-

⁸² E forse neppure grande attenzione.

⁸³ Per un'esposizione sintetica dei cambiamenti nell'utilizzo del proprio risparmio da parte delle famiglie e soprattutto dell'evoluzione della struttura del mercato bancario e finanziario negli Stati Uniti dalla seconda metà degli anni '70 al primo decennio degli anni 2000 si veda, ad esempio, il cap. IX di Gorton (2012).

tratto un debito ripagarlo. Mentre non possono cambiare i tassi su molti dei prestiti già concessi, sono costretti invece a pagare tassi monetari via via crescenti sui depositi.⁸⁴ Per riportare in equilibrio i propri bilanci sono incentivate ad intraprendere operazioni sempre più rischiose, soprattutto, per ritornare al tema in discussione, devono passare dall'uso di contratti personalizzati a mercati in cui l'interazione e le condizioni in cui ha luogo sono molto più impersonali. Mentre nella loro attività tradizionale, il momento più delicato per le imprese di questo tipo è la valutazione delle caratteristiche dell'azienda o della famiglia cui si concede un prestito, della loro capacità di far fronte agli oneri che esso comporta, si trovano spinte o costrette ad acquistare attività che si sa essere ad alto rischio, avendo informazioni limitate sull'affidabilità della controparte, in alcuni casi persino sulla sua identità.

Gli stessi paesi produttori di petrolio, per meglio preservare il potere d'acquisto dei surplus delle rispettive bilance dei pagamenti, oltre ad affidare la gestione dei surplus via via accumulati a fondi specializzati, che operano sul mercato mobiliare, cominciano gradualmente a costituire propri fondi sovrani.

In concorrenza tra di loro, gli operatori finanziari vedono ridursi i guadagni per unità di credito intermediata e sono spinti a recuperare margini aumentando il volume delle transazioni, anche accettando una maggiore esposizione al rischio. Per far questo, fanno crescere il tasso d'indebitamento, mantenendo limitato il capitale proprio che si pone a rischio mentre si appropriano degli interi profitti, e scaricano molto dell'incertezza sui propri creditori.⁸⁵

I problemi emergono soprattutto dopo questo periodo, quando negli Stati Uniti si passa a una politica monetaria restrittiva che rialza i tassi d'interesse a breve e abbatte l'inflazione. Probabilmente esisteva scelta su quando realizzare questo cambiamento ma forse molto meno sul se. All'interno, l'inflazione si rivela sempre meno

⁸⁴ Autorizzati da modificazioni delle regole cui sono sottoposte.

⁸⁵ Per la struttura degli incentivi si rinvia a Milgrom – Roberts (1992), per le ragioni e gli effetti dell'aumento del tasso d'indebitamento si rinvia a Dunbar (2000) e Blinder (2013).

capace di incidere sul tasso di disoccupazione e le politiche che la producono perdono così una delle loro maggiori giustificazioni. Nei rapporti con il resto del mondo, il deprezzamento continuo del dollaro viene visto come una delle ragioni che hanno spinto i paesi produttori di petrolio a rialzarne bruscamente una seconda volta il prezzo, ne mette in pericolo il ruolo di moneta di riserva, rende costoso detenerlo per le banche centrali degli altri paesi e spinge all'arbitraggio sull'uso di altre monete in cui denominare prestiti per chi dispone di fondi da impiegare sui mercati internazionali.

Come effetto della stretta monetaria, nelle imprese industriali aumentano i problemi di rifinanziamento ma, in molti casi, i soci e gli azionisti di riferimento o non sono in grado o non vogliono sottoscrivere gli aumenti di capitale ormai indispensabili⁸⁶ e devono essere sostituiti. Inoltre, i loro debiti sono tipicamente concentrati in poche controparti che, al crescer del peso del loro contributo, acquisiscono potere anche nei confronti degli azionisti e riescono a vincolare le decisioni del management, quando non si sostituiscono ad esso.⁸⁷

In queste imprese finisce per mutare l'identità di chi ha potere decisionale. Il cambiamento fa venir meno molti dei rapporti personali con gli altri imprenditori e con le banche su cui poggiavano credibilità ed affidabilità reciproca e soprattutto quelli di solidarietà sottostanti la condivisione di rischi. Cambia l'ottica con cui viene gestita l'impresa: i nuovi soci non si sentono impegnati a far propri obiettivi e modi di vedere e di agire dei vecchi gruppi dirigenti, in molti casi non si sentono per niente interessati alla sua sopravvivenza ma solo ai benefici che possono ritrarre dalla vendita, anche attraverso smembramento, delle attività di cui essa dispone.

La dipendenza dal mercato mobiliare fa sì che mutino gli equilibri di potere e di responsabilità tra gli organi interni delle aziende. In particolare, chi si occupa di finanza e dei rapporti con i fornitori ed i clienti, in effetti, chi gestisce i rapporti di mercato e le

⁸⁶ Dati i livelli raggiunti dal rapporto tra debiti e capitale proprio.

⁸⁷ Ma più di recente si è anche studiato il ruolo del debito pubblico come vincolo per le decisioni di spesa dei governi.

relazioni di breve periodo, viene ad assumere un ruolo sempre più importante a scapito di chi si interessa del processo produttivo. Entrano in crisi le relazioni di medio e lungo termine, sempre più rare e meno affidabili.

Questo cambiamento è almeno in parte una conseguenza del mutamento dell'identità, dell'ottica e del ruolo che vengono ad assumere i gestori dei fondi, che ricorrono sempre più ad operazioni, come quelle di *leveraged buyout*, con orizzonte temporale tendenzialmente assai corto. Anche in queste imprese il rapporto tra capitale proprio e depositi cade ma l'effetto dell'indebitamento è diverso che per quelle industriali: i debiti sono divisi tra una massa assai più numerosa di investitori, molti di questi con poche alternative su come impiegare i propri capitali e scarsa formazione per gestirli appropriatamente.

Soprattutto per il crescente peso dei fondi, gli stessi investimenti azionari e gli andamenti delle quotazioni in borsa non hanno più il lungo periodo come orizzonte di riferimento ma quello breve, dominato dall'andamento dei profitti trimestrali e dai guadagni speculativi.

Ad entrare in crisi sono soprattutto i settori che usano tecnologie mature, ad alta incidenza dei fattori fissi, e poco toccate dall'innovazione e dal progresso tecnologico, che vivevano su accordi a lungo termine, come quelle siderurgiche, quelle automobilistiche e quelle della meccanica pesante. Che l'accorciamento dell'orizzonte, sia in campo finanziario, sia in campo reale, comporti alti costi non sfugge a chi opera in questi campi o che li studia. Anche per molti economisti, il modello di successo negli anni '80 fino ad inizio anni '90 è quello giapponese, un'economia che registra successi crescenti proprio nei settori che negli USA entrano in crisi.

Le ragioni venivano individuate proprio nella possibilità per le imprese asiatiche⁸⁸ di adottare ottiche di lungo termine, sia nelle decisioni produttive,⁸⁹ sia nei rapporti con clienti, fornitori e dipen-

⁸⁸ Quelle giapponesi ma non solo.

⁸⁹ In parte per la minor dipendenza dal mercato borsistico ma anche perché la borsa in questi paesi valutava le imprese non sulla base dei risultati trime-

denti, che si traducevano nell'uso di contratti largamente incompleti ma sorretti da opportune strutture che incentivavano alla cooperazione. In questo periodo, le imprese giapponesi intervengono direttamente sul mercato americano comperando aziende già esistenti o creando nuove unità produttive nei settori in cui già operavano, quello automobilistico in particolare, ma anche quello cinematografico, e acquistando interi grattaceli. In gran parte dei casi, si rivelano fallimenti.⁹⁰ Tutti questi fatti sembrano esaltare il ruolo e l'importanza dei contratti a medio e lungo termine con la loro capacità di indurre all'uso di strategie cooperative. Persino in termini di contratti di lavoro gode di sempre maggior popolarità l'idea di remunerare i dipendenti con partecipazione agli utili più che con un salario rigidamente prefissato.⁹¹

In altri settori, però, ed in particolare quelli di maggior successo nel periodo cui si sta facendo riferimento, la contrattazione a breve e la flessibilità nell'assunzione di impegni reciproci avevano invece forti motivazioni concrete. Se si considerano il settore informatico, quelli basati sulle ricerche in campo genetico e quelli farmaceutici, ad esempio, la velocità del progresso tecnologico era tale da rendere rapidamente obsolete le conoscenze e portare al veloce cambiamento sia dei processi, sia dei prodotti e di conseguenza sia dei fattori domandati, sia dei beni offerti, con effetti sulle caratteristiche cercate nelle controparti. Persino la formazione richiesta ai ricercatori mutava in fretta. I particolari obiettivi perseguiti con i singoli accordi avevano perciò una vita tendenzialmente corta e, corrisponden-

strali ma sulle loro capacità di produrre reddito nel medio lungo periodo.

⁹⁰ In Giappone, i prezzi delle aree e degli edifici sono assai alti per effetto di una crescente bolla speculativa. I prezzi americani sembrano bassi ma in realtà sono anch'essi al massimo della bolla che scoppierà nel 1989-90, sono perciò destinati a cadere in breve tempo e a restare depressi per anni. Sulle difficoltà ed i problemi incontrati nella gestione delle imprese produttive si rinvia ancora a Milgrom – Roberts (1992).

⁹¹ Gli anni '80 sono anche il periodo in cui esplose l'interesse per i modelli di *share economy*. Si veda, ad esempio, Weitzman (1984) ma anche Meade (1989).

temente, erano meglio realizzati con contratti a breve: diminuivano di molto, se non si cancellavano, le ragioni per stipulare contratti a lungo termine con i dipendenti, con i fornitori e con i clienti.

Lungi però dal portare verso una situazione in cui aumenta il numero delle imprese, si è assistito invece alla crescita di poche aziende ciascuna in grado di controllare quote assai rilevanti del proprio mercato. Più che verso la perfetta concorrenza, ci si è mossi verso la formazione di oligopoli tendenzialmente caratterizzati, almeno formalmente ma talora anche sostanzialmente, da non cooperazione. A ben vedere, però, anche in questi settori, l'importanza di affidamento e fiducia non scompare per niente, cambiano solo le identità dei depositari: se c'è concorrenza tra le imprese che operano nello stesso settore, non mancano casi di integrazioni verticali⁹² e, nella conquista del "mercato" dei consumatori finali e di quello finanziario, assumono un ruolo sempre più rilevante l'azienda e il suo buon nome.

Avvisaglie sui pericoli delle visioni di breve termine erano già emerse, in un contesto molto diverso anche se sempre legato ai mercati finanziari, agli inizi degli anni '80. L'aumento dei tassi d'interesse, l'apprezzamento del dollaro in cui erano denominati molti dei prestiti contratti e la flessione dei prezzi delle materie prime dovuta alla caduta della domanda internazionale porta molti paesi in via di sviluppo all'insolvenza.⁹³ Si scopre che molti dei prestiti, quando non hanno finanziato maggiori consumi, i progetti d'investimento per cui ci si era indebitati dimostrano assai meno remunerativi del previsto. All'interno degli Stati Uniti esplose la crisi delle S&L. Si comincia a discutere la struttura degli incentivi sottostante il comportamento di molte imprese indebitate.⁹⁴ Nel 1989 si ha

⁹² Un sostituto estremo di relazione di lungo periodo, di ripetizione dell'interazione, con le imprese a monte e quelle a valle, operazioni che in molti casi attirano l'attenzione delle autorità antitrust.

⁹³ Compresi quelli ricchi di petrolio e nonostante l'aumento del prezzo di questo bene. Il caso forse emblematico è quello del Messico nel 1982.

⁹⁴ Sulla distorsione degli incentivi e sulla crisi delle S&L, si vedano le pagine dedicate a questo tema in Milgrom – Roberts (1992).

anche il primo crollo del mercato immobiliare, tipico luogo di impiego dell'eccesso di risparmio. In tutti i casi, i problemi delle banche sono risolti con l'intervento pubblico, nazionale o internazionale.

È interessante il fatto che gli operatori finanziari americani siano coinvolti in tutti i casi menzionati, anzi siano i più esposti. Ciononostante gli Stati Uniti registrano continui afflussi di capitale dal resto del mondo. Già dalla metà degli anni '70 gli USA diventano debitori netti ma ricevono risorse finanziarie dal resto del mondo più che sufficienti a coprire un deficit della bilancia commerciale crescente.⁹⁵

Ciò riflette l'esistenza di un eccesso di risparmio a livello mondiale⁹⁶ che permane in tutti gli anni '90 e si traduce in un aumento dei fondi depositati presso le banche o i fondi americani. V'è chi sostiene che il sistema USA goda di un vantaggio comparato nella produzione di attività finanziarie da esportare per compensare il deficit commerciale. Il vincolo sulla remunerazione che si deve corrispondere sui depositi "costringe" a fare prestiti accettando, spesso senza adeguata valutazione ed implicitamente, livelli di rischio via via più alti.

Negli anni '90 si pensa di controllare il rischio cui ci si espone diversificando il portafoglio, facendo prestiti simultaneamente a più paesi, implicitamente supponendo che l'aleatorietà dei risultati sia distribuita in maniera indipendente, o assai poco correlata tra i diversi progetti finanziati. Si espande soprattutto la compravendita del rischio di variazioni dei prezzi delle attività finanziarie basandosi su modelli che, nelle formulazioni più estreme, considerano quelli di riferimento come prezzi di equilibrio.⁹⁷

⁹⁵ Un deficit contenuto fino al 1982 ma rapidamente crescente fino all'88. Si riduce poi fino agli inizi degli anni '90 per esplodere dopo il 95 fino a tutto il 2013.

⁹⁶ Ma anche degli Stati Uniti, nonostante le preoccupazioni emerse attorno agli inizi degli anni 2000 sulla sostenibilità dell'economia americana data quella che veniva vista, erroneamente se valgono le cose dette nella sezione iniziale di questo lavoro, come una bassa della propensione al risparmio, per di più in via di ulteriore caduta, ed il deficit della bilancia commerciale.

⁹⁷ Come vorrebbe la teoria delle aspettative razionali e del *random walk*.

Ma, come rivela in particolare la crisi russa, non si è stati molto attenti né all'identità né all'uso che ne avrebbe fatto chi in ultima istanza ne beneficiava. Le condizioni di riferimento usate per misurare il rischio si sono rivelate lontane da quelle reali, col risultato che su un lato del mercato sono scomparse le controparti, facendo venir meno la liquidità dei titoli contrattati su di esso. Problemi simili emergono anche nel caso delle crisi asiatiche, in molte delle quali l'eccesso di risparmio si è tradotto in finanziamenti alle speculazioni su case e terre.⁹⁸

Agli inizi degli anni 2000 scoppia la bolla delle dot.com, di nuovo denunciando una sostanziale incapacità dei finanziatori di controllare i finanziati. La superiore capacità di creare attività finanziarie degli Stati Uniti continua però ad agire da magnete per il risparmio mondiale. Va a finanziare la bolla speculativa nel settore edilizio che permette alle famiglie americane di aumentare il proprio indebitamento verso il settore bancario, anche eccedendo i vincoli nell'uso delle carte di credito. L'apparente maggior ricchezza associata alla bolla finanzia si traduce in consumi che mantengono alta la domanda e portano l'economia americana a bassi livelli di disoccupazione, pur con tassi d'inflazione moderata, buoni livelli di redditività nel settore industriale, tutte caratteristiche di un sistema florido ed in ottima salute. Il processo continua fino al 2007, con la crisi della Lehman e, in successione, il crollo del mercato edilizio, il profondo rosso del settore automobilistico e l'implosione del settore finanziario.

In tutti questi episodi si ha a che fare con impieghi che si pensano a breve termine, facilmente reversibili e che perciò non necessitano di investimenti nell'acquisizione di informazione e di credibilità. Si tratta però di mercati in cui paga essere i primi ad entrare e soprattutto i primi ad uscire. Chi esce, però, dà implicitamente un giudizio di insostenibilità che si propaga a valanga tra gli altri prestatori precipitando la crisi.⁹⁹ Nel mercato finanziario internazionale, poi, la crisi di un paese funge da segnale forse non tanto della reale

⁹⁸ Il caso del Giappone è anche qui emblematico.

⁹⁹ Su questi punti si veda, ad esempio, Tirole (2002).

situazione degli altri paesi quanto della povertà di informazioni di cui si dispone per valutare il rischio cui si è esposti e provoca contagio, anche perché le economie diventano sempre più interdipendenti come effetto della globalizzazione e della liberalizzazione dei mercati.

Il fatto che tutti questi mercati poggino su relazioni impersonali non permettere di discriminare tra le diverse situazioni e rende comunque irrilevante la posizione assunta da chi volesse agire contro l'andamento del mercato, facilmente travolto dal *band wagon effect*.

I problemi in questione vengono poi ulteriormente ingigantiti nel caso dei così detti titoli strutturati in cui si aggregano rischi diversi per intensità che si vorrebbero distribuiti in maniera indipendente. Ma l'acquirente del titolo non ha alcuna possibilità di valutare i rapporti sottostanti e deve basare le proprie decisioni di acquisto e di vendita dall'informazione pubblicamente disponibile sull'andamento generale del mercato su cui opera e sulle determinanti dei prezzi cui avvengono gli scambi. Questo però correla strettamente i comportamenti individuali dei diversi detentori, rendendo molto fragile e volatile l'equilibrio su di essi.

Se l'assenza di personalizzazione sembra stare alla base dei problemi cui si è fatto cenno nelle ultime pagine, bisogna però ammettere che la personalizzazione ha dei costi e richiede un ambiente adatto.¹⁰⁰ Proprio perché attenuano concorrenza e sostituibilità nei rapporti reciproci e sono basate su regole sociali, generano rigidità del tessuto di interazioni. Gli adattamenti al mutare delle circostanze possono richiedere una decisione collettiva, con le difficoltà che ciò comporta.¹⁰¹

Il caso giapponese può sembrare paradigmatico a questo riguardo ma l'apparenza è forse ingannevole. L'affidabilità nelle interazioni era spesso legata anche all'esistenza di gerarchie, con gli ob-

¹⁰⁰ È molto importante che vi siano regole sociali di comportamento, il che richiede che i membri di una collettività esercitino un qualche controllo reciproco e sia disposti ad applicare sanzioni ai devianti sostenendo individualmente i costi che ciò può comportare.

¹⁰¹ Adattamenti individuali possono essere interpretati come semplici deviazioni ed essere sanzionati.

blighi che dall'appartenere a un certo rango comportava.¹⁰² Di fatto, la gerarchia era addirittura un sostituto delle differenze salariali nelle remunerazioni del lavoro nelle imprese.¹⁰³ Rivedere il modello richiede perciò probabilmente una revisione della struttura sociale molto profonda e forse richiede anche l'adozione di processi di selezione diversi.

¹⁰² Uno degli aspetti più rilevanti dell'assetto di regole sociali esistente.

¹⁰³ Questo era uno dei problemi incontrati nel trapianto di aziende giapponesi negli Stati Uniti, in cui le differenze tra le remunerazioni dei manager e quelle degli operai ed impiegati erano molto maggiori. Un po' paradossalmente qualcosa di simile all'organizzazione giapponese esisteva nelle università inglesi più antiche e di maggior prestigio. Si dice che le differenze di remunerazione tra lecturer e Professor fossero piuttosto limitate ma che fosse molto diverso il peso loro attribuito nei processi decisionali. Le riforme Thatcher e la concorrenza delle università americane con strutture salariali completamente diverse hanno posto fine a tutto ciò.

Riferimenti bibliografici

- Acemoglu D., Robinson J. A. (2012) *Why nations fail: The origins of power, prosperity and poverty*, Crown Pub.
- Arrow K. J., Hahn F. H. (1971) *General competitive analysis*, Oliver & Boyd, Edinburg
- Belaj M., Bourlès R., Deroñan F. (2014) Risk-taking and risk-sharing incentives under moral hazard, *American Economic Review: Microeconomics*, 6(1), 58-90
- Belloc M., Bowles S. (2013) The persistence of inferior cultural-institutional conventions, *American Economic Review*, 103(3), 93-98
- Beretta C. (1989) Trade amongst growing economies: some problems in a simple Ricardian framework, *Quaderni IDSE*, n. 2/89, CNR, Milano
- Beretta C. (2006) (a) A Ricardian model with a market for land, *Economia Politica*, XXIII(2), 163-190
- Beretta C. (2006) (b) *Non di solo mercato ... Ruolo e ragioni di accordi, regole ed istituzioni*, Vita & Pensiero, Milano
- Besley T., Persson T. (2011) *Pillars of prosperity: the political economics of development clusters*, Princeton University Press, Princeton
- Black F., Scholes M. (1973) The pricing of options and corporate liabilities, *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-654
- Biddle J. E. (2014) The cyclical behavior of labor productivity and the emergence of the labor hoarding concept, *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 197-212
- Blinder A. S. (2013) *After the music stopped. The financial crisis, the response, and the work ahead*, Penguin Press, New York
- Chari V. V. - Kehoe P. J. (2006) Modern macroeconomics in practice: how theory is shaping economic policy, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20(4), pp. 3-28
- Clower R. (1965) The Keynesian counterrevolution: a theoretical appraisal, in Hahn F. H., Brechling F. P. R. *The theory of interest rates*, Macmillan, London, 103-125

- Dixit A. K., Norman V. (1980) *Theory of international trade*, Nisbet, London
- Dunbar N. (2000) *Inventing money*, Wiley, New York
- Ferguson N. (2008) *The ascent of money. A financial history of the world*, Penguin Books, New York
- Gale D. (1963) A note on global instability of competitive equilibrium, *Naval Research Logistics Quarterly*, vol. 10
- Gorton G. B. (2012) *Misunderstanding financial crises. Why don't we see them coming*, Oxford University Press, Oxford
- Grandmont J. M. (2008) Temporary equilibrium, in Durlauf S. N., Blume L. E., (eds.) *The new Palgrave dictionary of economics*, Macmillan, London
- Grossman S. J., Stiglitz J. E. (1980) On the impossibility of informationally efficient markets, *American Economic Review*, 70(3), 393-408
- Hahn F. H. (1982) Stability, in Arrow K. J., Intriligator M. D. (eds.) *Handbook of Mathematical Economics*, North Holland, Amsterdam
- Kreps D. (1990) *A course in microeconomic theory*, Princeton University Press, Princeton
- Mankiw N. G. (2006) The macroeconomist as scientist and engineer, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20.(4), pp. 29-46
- Marshall A. (1960) *Principles of economics* (variorum edition), Macmillan, London
- MasColell A. - Whinston M. D. - Green J. R. (1995) *Microeconomic theory*, Oxford University Press, Oxford
- Meade J. (1989) *Agathotopia: the economics of partnership*, Aberdeen University Press, Aberdeen
- Merton R. C. (1976) The rational theory of option pricing, *Bell Journal*, 4(1), 141-183
- Milgrom P. R., Roberts J. (1992) *Economics, organization and management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N. J.
- Mitchell W. (1913) *Business cycles*, University of California Press, Berkeley

- Okun A. (1963) Potential GNP: its measurement and significance, *Cowles Foundation Paper 190*
- Sargent T. J. (2008) Rational expectations, in Durlauf S. N., Blume L. E., (eds.) *The new Palgrave dictionary of economics*, Macmillan, London
- Samuelson P. A. (1952) *Economics*, McGraw-Hill, New York
- Scarf H. R. (1960) Some examples of global instability of the competitive equilibrium, *International Economic Review*, vol. 1
- Scitovsky, T. (1976) *The joyless economy*, Oxford University Press, Oxford
- Solow R. (1964) Draft of Presidential Address on the short run relation of employment and output. *Robert Solow papers*, David M. Rubenstein Rare Books and Manuscript Library, Duke University
- Stiglitz J. E. (1972) Incentives and risk-sharing in sharecropping, *Review of Economic Studies*, 42(2), 219-255
- Stiglitz J. E., Greenwald B. (1986) Externalities in economies with imperfect information and incomplete markets, *Quarterly Journal of Economics*, 101(2), 229-264
- Stiglitz J. E., Weiss A. (1981) Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review*, 71(3), 393-410
- Tirole J. (2002) *Crisi finanziarie, liquidità e sistema monetario internazionale*, Edizioni dell'Elefante, Roma, *Financial crises, liquidity and the international monetary system*, Princeton University Press, Princeton, N.J.
- Weitzman M.(1984) *The share economy*, Harvard University Press, Harvard

Finito di stampare da
Gi&Gi srl - Triuggio (MB)
Novembre 2014

ISBN 978-88-343-2915-3



9 788834 1329153 >