



Quest'opera è distribuita con Licenza [Creative Commons Attribuzione - Non commerciale - Non opere derivate 4.0 Internazionale](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

Un contributo per lo studio del circuito finanziario

Orsola Costantini

Università degli Studi di Pavia

Introduzione

Nelle teorie del circuito monetario, il credito assicura disponibilità monetarie ad una precisa classe della società, quella degli imprenditori, che decidono in che misura spendere il credito ricevuto in produzione di beni di investimento e in beni di consumo. Si vengono così a determinare i prezzi dei beni e il potere d'acquisto dei redditi derivanti dalla partecipazione al processo produttivo. La moneta come strumento di circolazione è dunque l'oggetto di studio principale di queste teorie.

Nel momento in cui è trattenuta, invece, la moneta assume la forma di fondo di valore. Non si confronta con la merce ed è per così dire “nuda”, dal momento che essa non è integrata con l'atto produttivo e quindi il suo potere d'acquisto non è determinato. Il ruolo della moneta come fondo di valore si riattiva nel momento in cui chi la detiene decide di spenderla o investirla¹.

In un mondo abitato da soggetti perfettamente razionali e privo di incertezza, la moneta viene immediatamente spesa nel momento in cui viene percepita. Ad esempio, nella teoria dell'equilibrio economico generale, gli scambi avvengono simultaneamente ai prezzi di equilibrio e l'intero sistema si risolve in un grande baratto.

Perciò la moneta, per essere una grandezza “osservabile, non solo deve essere il normale intermediario degli scambi, ma una seconda condizione deve darsi, cioè che gli agenti detengano sempre una frazione dei loro redditi monetari nella forma di scorte liquide”².

¹ Schmitt, B. *Teoria unitaria della moneta nazionale e internazionale*, Napoli 1993.

² Graziani, A. *Money as purchasing power and money as stock of wealth in Keynesian economic thought*, in G. Deleplace G. And E.Nell, *Money in Motion. The post Keynesian and Circulation Approaches*, New York 1996, pp. 146 [trad. dell'autrice].

La premessa per cui tale questione diventa rilevante è pensare il sistema capitalistico come un sistema monetario di produzione, un sistema in cui la moneta è “infiltrata” nell'atto della produzione, e in esso trova corpo³.

Nella teoria monetaria della produzione, l'uso della moneta – e dunque anche il suo trattenimento in forma liquida – plasmano la struttura produttiva e la scala di riproduzione del sistema economico.

L'analisi che segue tenta di studiare, all'interno del paradigma teorico della teoria monetaria della produzione, se l'evoluzione istituzionale e la crescita dei mercati finanziari avvenute nel corso degli ultimi tre decenni abbiano anche modificato le modalità di finanziamento del processo di accumulazione, influenzando così la produzione e la distribuzione della ricchezza.

La prima sezione parte da un breve *excursus* sulle teorie monetarie di Graziani, Keynes e Schumpeter, al fine di analizzare se e come esse si possano applicare al rinnovato contesto finanziario. In particolare, si avanza l'ipotesi che i mercati finanziari creino *ex novo* moneta finanziaria che, a sua volta, direziona i flussi di credito, generando moneta creditizia, e trasforma il potere d'acquisto della moneta già in circolazione – promuovendo al contempo nuove composizioni produttive.

La seconda sezione presenta un'estensione del modello di Graziani al caso di un'economia finanziarizzata, tenendo conto del fatto che il sistema finanziario è in grado di influenzare in modo molto più diretto che in passato non solo la produzione ma anche il livello dei consumi privati, tramite l'espansione del credito e l'effetto ricchezza.

La creazione di moneta finanziaria

La moneta non è dotata automaticamente di potere d'acquisto. Esso si determina nel momento in cui la moneta viene usata e a seconda della combinazione produttiva che tramite essa si mette in atto.

³ Schmitt, B. *Inflation, chômage et malformations du capital*, Paris, Albeuve, 1984, p.449.

Il circuito del credito e della moneta prende vita nel momento in cui le banche concedono credito alle imprese. In questo modo, la creazione di moneta va a favore di una classe particolare, affidandole un ruolo sovrano sul funzionamento dell'intero sistema.

Più precisamente, considerando le imprese come un unico settore macroeconomico, il prestito che esse ottengono corrisponde alla spesa per l'anticipazione dei salari. La scelta che spetta agli imprenditori riguarda la quota da destinare alla produzione di beni di consumo o a quella di beni di investimento. La scelta del consumatore, d'altro canto, riguarda la quota del reddito impiegata per la spesa in beni di consumo, per l'investimento finanziario, per la detenzione di scorte liquide.

Nella misura in cui il reddito viene consumato, gli imprenditori sono in grado di ripagare l'ammontare corrispondente del debito nei confronti delle banche; nella misura in cui il reddito viene detenuto in forma liquida, le imprese non sono in grado di ripagare interamente quanto ricevuto; attraverso l'emissione di titoli, infine, le imprese riescono a recuperare parte della liquidità e ripagare parte del debito.

La moneta, quando torna alla banca come chiusura del debito, conclude il suo circuito e si distrugge, cioè perde il suo potere d'acquisto. Tuttavia è plausibile pensare che normalmente il debito non venga interamente appianato: a propensione per la liquidità costante, infatti, l'indebitamento delle imprese nel tempo cresce, anch'esso a tasso costante. In condizioni normali, questo non rappresenta un problema per le imprese nel complesso, né per le banche. Tuttavia, può darsi il caso che queste ultime ritengano il livello del debito troppo alto e riducano l'offerta di prestiti.

In *condizioni normali*, perciò, le banche nel complesso non hanno vincoli alla concessione di prestiti, se non il rispetto delle riserve indisponibili: a fronte di un impiego infatti si creano sempre dei depositi, così che il settore creditizio non rischia perdite. Gli imprenditori pertanto godono di possibilità di prestito, cioè di capacità di acquisto, teoricamente infinite e le banche non impongono alcun filtro che direzioni la disponibilità di credito verso un settore produttivo piuttosto che un altro.

Al contrario, Schumpeter, nei suoi lavori austriaci⁴, ritiene che sia il credito creato *ex novo* dalle banche a determinare la dinamica della struttura produttiva.

L'innovazione, che consiste nell'ingresso nel sistema produttivo di una nuova composizione, caratterizzata soprattutto da nuove tecnologie, sta per Schumpeter alla base della crescita economica. Questa nuova combinazione deve superare una serie di ostacoli per potersi affermare, tra cui le convenzioni dominanti, lo scetticismo e la diffidenza verso la novità e le barriere poste dalle composizioni già in atto.

Sebbene sia la singola banca a valutare l'affidabilità dell'imprenditore, questi diventa un debitore nei confronti dell'istituzione che emette moneta legale e “nei confronti di tutta la società”⁵. Infatti, i nuovi mezzi di pagamento immessi nel circuito entrano in rapporto con la moneta legale da un lato e con il prodotto sociale dall'altro, modificando il potere d'acquisto della moneta e permettendo l'avvio della trasformazione delle norme produttive – tecnologiche e sociali⁶.

Nella trattazione schumpeteriana il risparmio non ha alcun ruolo. Le banche intervengono valutando e finanziando i progetti in modo indipendente dalle precedenti scelte di risparmio degli agenti, vale a dire senza lasciarsi condizionare dalle consuetudini e dai comportamenti tenuti dal pubblico fino a quel momento. Il risparmio corrispondente al preventivo impiego sorge successivamente come conseguenza delle trasformazioni sociali dettate dalla nuova composizione produttiva, mentre il ruolo sociale del sistema creditizio non corrisponde affatto a quello di fungere da intermediario tra chi domanda e chi offre liquidità. Inoltre, Schumpeter non esclude la possibilità che alcune produzioni possano ricevere finanziamenti al di fuori del sistema creditizio e prevede esplicitamente che vi siano emissioni e acquisti di titoli. Tuttavia, a suo parere, questa pratica è poco rilevante in termini di evoluzione del sistema: vi sono fasi di immobilismo durante le quali le pratiche produttive si sedimentano come abitudini. Per questo motivo, il finanziamento delle innovazioni non può essere affidato

⁴ De Vecchi, N. *Schumpeter viennese. Imprenditori, Istituzioni e riproduzione del capitale*, Torino 1993.

⁵ Ivi, p. 42.

⁶ Ivi, p. 44.

ad un mercato in cui dominano i comportamenti gregari e consuetudinari.

Lo scarso interesse di Schumpeter per il risparmio deriva quindi dall'idea che, per definire gli assetti sociali futuri, la scelta di cosa finanziare sarebbe più importante di quella se investire o meno. Un ruolo assai diverso del risparmio e del credito si trova invece in Keynes, che pure, nel trattato della moneta, individua il ruolo del credito come il primo, in ordine causale, a determinare il livello dei prezzi.

Nel *Trattato della moneta*, il risparmiatore sceglie tra i depositi e i titoli a seconda della sua valutazione circa il rendimento atteso rispetto alla sua avversione al rischio. Questa dinamica incide sul prezzo dei nuovi investimenti, stimolandoli o deprimendoli. Il sistema creditizio ha la facoltà di assumere un ruolo di stabilizzazione, comportandosi in modo opposto rispetto ai risparmiatori: acquistando cioè i titoli che il pubblico è poco propenso a detenere e creando a fronte di essi i depositi aggiuntivi che il pubblico è più desideroso di acquisire. Il prezzo degli investimenti è quindi effetto della disposizione psicologica dei risparmiatori e del comportamento delle banche⁷.

Il livello del risparmio influenza anche il prezzo dei beni di consumo. In particolare esso sarà “maggiore o minore del [loro] costo di produzione a seconda che il volume del risparmio sia minore o maggiore del costo di produzione dei nuovi investimenti. Quindi se il volume del risparmio supera il costo degli investimenti, i produttori dei beni che vengono consumati realizzano una perdita; e se il costo degli investimenti supera il valore del risparmio essi realizzano un profitto”⁸. In condizioni di equilibrio i profitti sono nulli.

I movimenti dei due livelli dei prezzi, quello degli investimenti e quello dei beni di consumo, non dipendono uno dall'altro, ma sono connessi, vale a dire che si muovono generalmente nello stesso senso.

Nonostante le differenze, tuttavia, sia in Keynes che in Schumpeter il banchiere ha un ruolo fondamentale e un comportamento opposto al quello più conservatore (nel caso di

⁷ Keynes J. M., *Trattato della moneta*, Milano 1979, vol. I, p. 112.

⁸ Ivi, p. 139.

Schumpeter) o più volatile (nel caso di Keynes) dell'investitore finanziario⁹.

Inoltre, entrambe le teorie riposano sull'idea che i mercati finanziari siano guidati dal comportamento di investitori isolati ma interdipendenti. Quest'ultimo aspetto è particolarmente problematico se riferito agli odierni mercati finanziari.

A partire dagli anni '80, infatti, la finanza è divenuta progressivamente un mercato altamente concentrato¹⁰, dominato da poche grandi banche e grandi imprese che agiscono come investitori istituzionali, che per dimensione e abilità professionale influenzano la direzione dei flussi di investimento e la stabilità dei prezzi. Tale gestione speculativa dei fondi finanziari è logicamente disgiunta dalla decisione individuale del risparmiatore se investire o meno.

In primo luogo, infatti, l'induzione all'investimento finanziario è oramai particolarmente efficace, per effetto della necessità delle classi medie di trovare un sostituto al welfare pubblico (si pensi in particolare ai fondi pensione). Si può supporre che i risparmiatori cerchino in questo modo riparo contro l'incertezza: la perdita di valore dei depositi e in vista dei continui tagli della spesa pubblica, soprattutto delle pensioni. L'investimento finanziario da parte dei piccoli risparmiatori sarebbe cioè un atto precauzionale: dal momento che non si ritiene ci sia alternativa al rischio, di fronte ad un'incertezza dilagante rispetto al proprio futuro, l'individuo preferisce augurarsi che questa incertezza giochi a proprio favore, cioè che si possa ritrovare con una rendita più alta alla fine del periodo di capitalizzazione. In altre parole l'investimento sarebbe qui una scelta simile al versamento in depositi in epoca fordista.

⁹ Le banche secondo Keynes sono garanti dell'equilibrio tra investimenti e risparmi, ma può accadere che esse stesse tengano comportamenti che generano instabilità. Infatti “ogni movimento in avanti [nella concessione di crediti] di una singola banca la indebolisce [perchè la espone a una discrepanza tra impieghi e depositi], ma ogni movimento simile fatto da una delle sue consorelle la rinforza [dal momento che la liquidità che questa immette nel mercato verrà versata dal debitore a un depositante di una banca], cosicchè se tutte procedono insieme vi è compenso e nessuna rimane indebolita. In tal modo il comportamento di ciascuna banca [...] sarà regolato dal comportamento medio delle banche nel loro complesso, al quale tuttavia la banca in parola contribuisce per la sua parte piccola o grande” (Ivi, p. 32). Si genera così un comportamento tendenzialmente instabile e gregario, che in condizioni normali, tuttavia, viene frenato dalle norme poste a questo scopo.

¹⁰ Si veda Vitali, et al., “The network of global corporate control”, *PLoS ONE*, Vol. 6.

In secondo luogo, i risparmi investiti sono gestiti dagli investitori istituzionali secondo categorie di rischio, ma in modo sostanzialmente autonomo. Tale gestione segue dinamiche autoreferenziali che trovano stabilità grazie alla gravità mimetica attorno ad una convenzione formale¹¹.

In tale contesto, è sempre più difficile sostenere che le banche, ormai svincolate da logiche nazionali e tradizionali di comportamento, si facciano carico delle responsabilità di gestione e controllo del sistema che, nelle teorie precedentemente descritte, fornivano legittimità sociale alle loro operazioni. Infatti, esse stesse sono implicate nell'attività speculativa, da cui derivano la maggior parte dei loro proventi. D'altra parte, la maggior concentrazione dei mercati finanziari (o la loro minor frammentazione) non implica che questi ultimi siano in grado di svolgere un ruolo sociale consapevole pari a quello che l'economista austriaco assegnava al sistema creditizio: il funzionamento dei mercati rimane fortemente prociclico e soggetto ad ampie e destabilizzanti fluttuazioni dei prezzi e delle convenzioni. Non esiste infatti una forma di controllo sociale globale dell'operato dei mercati: benchè i comportamenti di mercato siano ampiamente riconducibili a pochi grandi conglomerati, la responsabilità sociale si smaterializza, si disperde tra i miliardi di operazioni quotidiane.

Eppure, quando una convenzione finanziaria si stabilisce, la fase espansiva del ciclo comincia, comportando automaticamente facilità di credito e in particolare favorendo l'investimento – anche innovativo – nei settori che corrispondono alla convenzione in atto. La fase discendente, a sua volta, comporta una stretta negli impieghi¹² e può ritardare l'espandersi degli effetti di un'innovazione compiuta nel corso della fase espansiva. Tuttavia, questa ciclicità instabile è solo il corollario dello spostamento della

¹¹ Si vedano ad esempio i lavori Robert Shiller e di André Orléan. Shiller, R. J., *Euforia irrazionale. Analisi dei boom di borsa*, Bologna 2000; Orléan, A., *Le pouvoir de la finance*, Paris 1997.

¹² Questa è anche l'analisi di Minsky, costruita attorno ad una “financial theory of investment and an investment theory of the cycle”: nei periodi di espansione si genera quasi sempre un eccesso di investimenti in un determinato settore, che poi, quando il sistema supera la convenzione corrispondente, diventa insostenibile provocando un crollo dei prezzi e la difficoltà a ripagare i debiti contratti. Minsky H., *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, Torino 1984.

creazione di moneta dal sistema creditizio a quello finanziario: un ruolo forse non consapevole ma effettivo delle borse nel determinare il processo produttivo.

Infatti, storicamente, la spinta espansiva della finanza non ha riguardato soltanto settori particolarmente suscettibili di influenze speculative, come quello immobiliare e commerciale, ma anche quelli dei macchinari e delle strutture tecnologiche, come è accaduto in Giappone, nei tardi anni Ottanta, negli Stati Uniti, durante la bolla delle *dotcom* della seconda metà degli anni Novanta, e in Asia orientale, nella rincorsa precedente la crisi del 1997¹³, generando ricadute tecnologiche e sociali di lungo periodo.

Per creazione di moneta, nel circuito creditizio, si intende che la liquidità in circolazione non dipende dalla scelta di portafoglio dei singoli individui, bensì dalla decisione delle banche di concedere impieghi. Dal momento che sono gli impieghi a creare i depositi, l'unico modo per ridurre la moneta creditizia in circolazione è una riduzione degli impieghi e viceversa. Questo è dimostrato dal fatto che, mentre i depositi possono essere ritirati in qualsiasi momento, i prestiti rimangono accesi¹⁴.

Nel caso dei mercati finanziari la creazione *ex novo* di moneta non dipende dalla decisione di portafoglio dei singoli risparmiatori, ma dalla valutazione collettiva (ben diversa dalla semplice somma delle opinioni individuali), irrazionale o razionalmente speculativa che sia, del mercato. La validità della convenzione garantisce un flusso di capitali, che a sua volta permette la formazione di plusvalenze e facilità di credito, indipendentemente della scelta del risparmiatore individuale. Dal momento poi che tale validità dipende dalle scelte speculative di investimento (cioè dalla circolazione di moneta speculativa), si può dire che nei mercati finanziari vi è creazione di moneta tramite l'uso speculativo della moneta stessa.

¹³ Akyüz, Y. "Managing financial instability in emerging markets: a keynesian perspective", *TWN Global Economy Series*, 2008.

¹⁴ Si veda Graziani su questo punto.

Un'estensione del modello di Graziani

In questa sezione, si propone un'estensione del modello di Graziani per un'economia finanziarizzata in cui: l'accesso al credito è concesso anche alle famiglie, come controparte della detenzione di forme immobilizzate di ricchezza; si tiene conto dell'effetto della speculazione sul prezzo di alcune materie prime, che si riflette sul livello generale dei prezzi.

La moneta quando viene creata dai mercati finanziari finisce nelle mani degli imprenditori, come finanziamenti iniziali, e dei consumatori, sotto forma di redditi finanziari e come credito al consumo. L'effetto sui consumi è quindi duplice: indiretto, tramite appunto le decisioni degli imprenditori, che finiscono per regolare anche la distribuzione della ricchezza e i redditi da lavoro; ma anche diretto, attraverso la crescita del prezzo dei titoli e il conseguente effetto ricchezza. La capacità di spesa delle famiglie che hanno accesso alla ricchezza finanziaria nella fase di boom può essere assimilata a quello che il circuito creditizio descrive come un privilegio delle sole imprese, cioè la possibilità pressochè infinita di ottenere credito. Tuttavia, vi possono essere dei limiti alla possibilità di godere dei proventi finanziari o delle corrispondenti anticipazioni monetarie.

Infatti, la virtualità della ricchezza finanziaria risiede nel fatto che essa non può essere realizzata collettivamente. Di conseguenza, l'unico modo, a livello macroeconomico, perchè questa ricchezza venga spesa è quello di utilizzarla come garanzia per ottenere prestiti¹⁵. Finché la ricchezza virtuale cresce, nella fase espansiva del ciclo finanziario, essa viene accettata come controparte dei prestiti e coloro che ne detengono sono in grado di spendere e ripagare il debito. Quando invece il ciclo comincia la sua fase discendente, il rapporto tra debito e ricchezza finanziaria diventa più alto e la percepita

¹⁵ Quella che Bhaduri chiama “ricchezza virtuale disponibile” (vedi più sotto), Bhaduri A., Laski K. and M. Riese, “A model of interaction between the virtual and the real economy”, *Metroeconomica* 57:3 2006.

affidabilità creditizia tende a decrescere. Quindi, da un lato, le famiglie hanno minor accesso al credito, dall'altro, il costo del debito diventa più pesante, conducendo ad un aumento dei risparmi e una riduzione dei consumi.

a. Il modello standard di Graziani

Data la propensione del consumatore a scegliere una certa composizione di impiego del reddito, la sua ricchezza reale dipende dalle scelte di produzione degli imprenditori.

Lo schema di Graziani¹⁶ della formazione dei prezzi chiarisce questo punto.

Si consideri un sistema in cui si produce un bene omogeneo sia di consumo che di investimento e siano:

w salario monetario

N occupazione totale

c,s propensioni al consumo e al risparmio dei salariati

b frazione del prodotto totale che le imprese decidono di acquistare (investimenti)

π produttività media del lavoro

B ammontare totale dei titoli emessi dalle imprese

i interesse corrisposto sui titoli

p prezzo di mercato del prodotto

L'offerta totale di beni è pari a $X=\pi N$

La domanda totale è pari alla somma tra $C=c(wN+iB)$ e $I=b\pi Np$

I prezzi di equilibrio quindi sono $p=\frac{1-s}{1-b}\left(\frac{w}{\pi}+\frac{iB}{\pi N}\right)$

Il secondo fattore dell'ultima equazione può essere interpretato come il costo in termini di rapporto salario-efficienza e interessi per unità di prodotto dei beni. Il primo termine invece rappresenta il margine di profitto.

¹⁶ Graziani, A. *La teoria monetaria della produzione*, Montepulciano (SI) 1994.

$$\frac{w}{p} = \frac{w}{\frac{1-s}{1-b} \frac{w}{\pi}} = \left(\frac{1-b}{1-s} \right) \pi$$

Il salario reale:

$$c \frac{w}{p} = \frac{(1-s)w}{\frac{1-s}{1-b} \frac{w}{\pi}} = (1-b)\pi$$

Il consumo reale per lavoratore:

Il consumo reale medio dei lavoratori dipende dalla quota di beni acquistati dalle imprese come investimenti, cioè dalla quantità di beni che rimangono loro dopo che gli investimenti sono stati effettuati. L'aumento del consumo reale dei lavoratori dipende quindi non solo dall'aumento della produzione di beni di consumo, ma anche dalla diminuzione degli investimenti delle imprese e quindi da una trasformazione della struttura dell'occupazione, cioè da una riduzione della quota di forza lavoro impegnata nella produzione di beni capitali e da un aumento di quella posta alla produzione di beni di consumo.

La priorità degli acquisti delle imprese su quelli dei lavoratori dipende dalla possibilità teoricamente infinita delle prime a spendere più del loro reddito, mentre i secondi hanno a disposizione soltanto il salario.

Il saggio di profitto è così definito: $r = \frac{\pi N p - (wN + iB)}{wN + iB} = \frac{1-s}{1-b} - 1 = \frac{b-s}{1-b}$

I profitti totali $P = r(wN + iB)$, in termini reali:

$$\frac{P}{p} = \frac{\frac{b-s}{1-b} (wN + iB)}{\frac{1-s}{1-b} \left(\frac{w}{\pi} + \frac{iB}{\pi N} \right)} = \frac{b-s}{1-s} \pi N$$

Qui si nota come, qualora la propensione al risparmio e all'investimento si eguagliano, i profitti sono nulli. Se invece la propensione al risparmio dei lavoratori è nulla, cioè se consumano tutto il loro reddito, i profitti reali diventano pari agli investimenti: infatti, tramite i proventi delle vendite gli imprenditori possono ripagare interamente il debito, senza tenere conto degli interessi, e tramite gli investimenti ottengono ricchezza in natura, cioè in capitale.

I tassi di interesse corrisposti sui titoli sono versati ai risparmiatori, che prima o poi li spenderanno. Non si tratta quindi di una sottrazione di ricchezza, benchè un aumento di tali tassi possa avere un effetto ambiguo sul livello di indebitamento: infatti nella misura in cui si determina un effetto reddito, aumentano le scorte liquide depositate e quindi il debito delle imprese; nella misura in cui invece si affermi un effetto sostituzione, aumentano gli investimenti finanziari dei lavoratori.

Diversamente vale per gli interessi versati alle banche come compenso del prestito: in questo caso il valore dell'interesse viene sottratto a quello del credito precedentemente ottenuto. Si tratta di una sottrazione reale di ricchezza che, nel caso in cui sia spesa dalla banca nell'acquisto di beni, diventa sottrazione in natura.

b. L'estensione al modello

Siano,

w salario monetario

N numero lavoratori

c,s propensione al consumo e al risparmio rispetto al reddito

pi produttività media del lavoro

k,z propensione al consumo e al risparmio rispetto alla ricchezza disponibile

V ricchezza virtuale

b frazione del prodotto che le imprese decidono di acquistare

d frazione del prodotto oggetto di transazioni speculative

R impegno di restituzione del debito

D flusso di nuovo debito

B titoli emessi

i tasso di interesse

p livello dei prezzi

L'offerta totale: $X=\pi N$

La domanda effettiva: $DE=I+C$, dove

$$I=(b+d)\pi Np \text{ e } C=c(wN+iB)+k(\hat{V})$$

La ricchezza virtuale disponibile \hat{V} è definita come quella parte della ricchezza virtuale di cui gli individui godono materialmente, cioè la differenza tra debito e servizio dello stesso $\hat{V}=D-R$.

Ponendo che $D=h(V), h'>0, h''<0$ e $R=g(V), g'>0, g''>0$, \hat{V} diventa una grandezza che, dopo una prima fase, cresce sempre meno al crescere della ricchezza, fino al punto di diminuire, quando il peso della restituzione diventa troppo elevato. Quando il rapporto tra ricchezza virtuale e ricchezza virtuale disponibile diventa troppo basso, inizia la fase discendente del ciclo e anche la ricchezza virtuale tende a ridursi. Se questo avviene in modo brusco ci sarà una crisi finanziaria.

Quindi il livello dei prezzi sarà pari a:

$$p=\frac{1-s}{1-b-d}\left(\frac{w}{\pi}+\frac{iB}{\pi N}\right)+\frac{1-z}{1-b-d}\frac{\hat{V}}{\pi N}$$

Il secondo fattore del primo addendo nell'equazione precedente rappresenta il costo di produzione. La presenza del coefficiente s riduce la parte del prodotto non investita e, quando cresce, fa aumentare il livello dei prezzi e il margine di profitto, a parità degli altri fattori. Anche il secondo addendo influisce sul margine di profitto e può essere interpretato come una misura del grado di finanziarizzazione dell'economia, cioè il rapporto tra ricchezza virtuale e prodotto reale. Nella fase ascendente del ciclo economico, \hat{V} sostiene i consumi, mentre nella fase discendente tende a ridurli, grazie anche alla riduzione della stessa ricchezza virtuale.

Analizzando ulteriormente l'equazione dei prezzi, si nota come i lavoratori che non possiedono titoli sono senz'altro svantaggiati nella fase ascendente del ciclo finanziario, perchè gli eventuali aumenti di salario sono quasi certamente coperti dall'aumento dei prezzi dovuto alla crescita dei consumi. Vale a dire che questi lavoratori perdono quote relative di reddito. Nella fase discendente invece, mentre i prezzi tendono a scendere e

quindi a sostenere i salari reali, vengono colpiti i salari monetari e l'occupazione.

Inoltre, ricalcando il ragionamento di Graziani, la possibilità di consumo dei lavoratori privi di proventi finanziari in fase espansiva del ciclo dipende dalla quantità di prodotto che rimane dopo che imprenditori e consumatori dotati di ricchezza finanziaria hanno compiuto i loro acquisti. L'aumento di tali consumi è possibile soltanto se aumenta la produzione e se, come nel modello di Graziani, cambia la composizione dell'occupazione tra coloro che si occupano di produrre beni di investimento e beni di consumo.

Se infine accettiamo che le convenzioni finanziarie determinano la scelta delle combinazioni produttive da mettere in atto, allora anche π , la produttività media del lavoro, ne è influenzata. Questo può avvenire in tre modi: un aumento della produttività tecnica del lavoro dovuto alle innovazioni tecnologiche; una riduzione della produttività dovuto allo spostamento della produzione verso settori meno *capital-intensive*, come ad esempio i servizi, una variazione del numero di occupati. Se il numero di occupati non cambia, nel primo caso, il tasso di finanziarizzazione tenderà ad essere inferiore e anche i prezzi; nel secondo, avverrà l'opposto.

Conclusione

In questo articolo, si è cercato di argomentare che i mercati finanziari oggi siano all'origine della creazione di moneta. Essi, infatti, indirizzano i flussi di credito e di capitali, incoraggiando – o scoraggiando – le innovazioni e approvando o meno le composizioni produttive che appaiono sul mercato.

Questo avviene in un processo autoreferenziale di formazione di convenzioni finanziarie che segue dinamiche autonome rispetto alle scelte di risparmio e investimento individuali.

Ulteriore canale di influenza della finanza sull'economia reale consiste nell'accesso al credito di cui godono, oggi, anche le famiglie, spesso come controparte della loro ricchezza finanziaria immobilizzata. Un'estensione del modello di Graziani mostra come

quest'ultimo canale, assieme all'influenza che la speculazione ha sul livello di prezzi di tanti fattori di produzione e la convenzione produttiva e tecnologica in atto, agiscono sul potere d'acquisto della moneta e sulla distribuzione dei redditi in modo ciclico.

Bibliografia

Akyüz, Y. (2008). "Managing financial instability in emerging markets: a keynesian perspective", *TWN Global Economy Series*.

Bhaduri, A. Laski, K. And M. Riese, (2006). "A model of interaction between the virtual and the real economy", *Metroeconomica* 57:3.

De Vecchi, N. (1993). *Schumpeter viennese. Imprenditori Istituzioni e riproduzione del capitale*, Torino: Bollati Boringhieri.

Id, (1993). *Crisi*, Torino: Bollati Boringhieri.

Fumagalli, (2007). A. *Bioeconomia e capitalismo cognitivo. Verso un nuovo paradigma di accumulazione*, Roma: Carocci.

Id, (1986). *Elementi per la costruzione di uno schema monetario di circuito economico*, in Studi economici n.28.

Graziani, A. (1994). *La teoria monetaria della produzione*, Montepulciano (SI): Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio.

Id, (1985). "Commento ad Alvaro Cencini", in Studi economici n.25.

Keynes, J. M. (1979[1930]). *Trattato della moneta*, Milano: Feltrinelli.

Id, (1978[1936]) *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino: UTET.

Maki, D. M. And G. M. Palumbo, (2001/02). "Disentangling the wealth effect. A cohort analysis of household saving in the 1990's", *FEDS Working Paper*, Washington D.C.

Minsky, H. (1984). *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*,

Torino: Einaudi.

Orléans, A. (1997). *Le pouvoir de la finance*, Paris: Odile Jacob.

Shiller, R. J. (2000). *Euforia irrazionale. Analisi dei boom di borsa*, Bologna: Il Mulino.

Schmitt, B. (1993). *Teoria unitaria della moneta nazionale e internazionale*, Napoli: Liguori.

Id, (1984). *Inflation, chômage et malformations du capital*, Paris, Albeuve: Economica and Castella.

Vercellone, C. (2006). *Capitalismo cognitivo. Conoscenza e finanza nell'epoca postfordista*, Roma: Manifestolibri.

Vitali, S., J. B. Glattfelder, and S. Battiston (2011) "The network of global corporate control," PLoS ONE, Vol. 6, DOI: <http://dx.doi.org/10.1371/journal.pone.0025995>.



Quest'opera è distribuita con Licenza [Creative Commons Attribuzione - Non commerciale - Non opere derivate 4.0 Internazionale](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).