

Capitolo 1

Introduzione all'economia monetaria

1.1. Premessa

Con il termine “economia monetaria” si fa riferimento a due concetti strettamente collegati, che è però utile tenere distinti. Si indica, in primo luogo, quel particolare sistema di relazioni economiche in cui la cessione di un bene, o la fornitura di un servizio, è condizionata all'obbligo che la parte acquirente saldi il corrispettivo concordato nella forma di un'entità (detta “moneta”) in grado di estinguere il debito nei confronti della parte venditrice. In questo senso, l'economia monetaria descrive l'ambiente in cui si svolge la maggior parte delle nostre attività ed è l'oggetto di studio di questo volume.

Con lo stesso termine¹ si indica un'area delle scienze economiche che nell'attuale classificazione del *Journal of Economic Literature* è associata alla macroeconomia e i cui temi tipicamente includono la domanda e l'offerta di moneta, i tassi d'interesse, le variazioni del livello dei prezzi, la politica monetaria delle banche centrali e la politica fiscale. Essa dialoga strettamente con l'economia finanziaria, che è l'area che studia la formazione dei prezzi nei mercati finanziari, le scelte dei soggetti economici che finanziano attività d'impresa o gestiscono un portafoglio di investimenti, nonché le cause delle crisi finanziarie, il ruolo delle istituzioni che operano nel campo della finanza, delle assicurazioni, e del mercato immobiliare, e prevede inevitabili intersezioni con l'economia internazionale (le relazioni monetarie internazionali e il mercato valutario), la storia economica (lo sviluppo e l'evoluzione

¹Per distinguere i due concetti la lingua inglese ricorre, rispettivamente, ai termini di *monetary economy* e *monetary economics*.

delle banche e dei mercati finanziari) e l'economia dello sviluppo (i modelli di crescita). In questa seconda accezione, l'economia monetaria costituisce il quadro concettuale di riferimento che questo volume intende fornire al lettore per meglio comprendere la dimensione monetaria dei sistemi economici e il modo in cui questa condiziona i comportamenti e influenza la dimensione produttiva e il benessere economico di un determinato ambito politico territoriale.

All'interno di questo vasto campo di ricerca, il presente lavoro ha due obiettivi: esaminare i caratteri essenziali di un'economia in cui la moneta è al centro delle relazioni economiche e proporre una guida al dibattito contemporaneo circa i fondamenti teorici della macroeconomia monetaria e la logica di intervento delle politiche pubbliche. Il volume si articola in due parti. Nella prima, approfondiremo quattro aspetti fondamentali di ogni economia monetaria: le modalità con cui avviene il regolamento dei pagamenti, i processi di creazione della moneta e degli strumenti di debito, la formazione dei prezzi e dei rendimenti degli strumenti finanziari emessi da entità pubbliche e private, e l'azione della banca centrale che condiziona i tassi d'interesse. Su questa base, la seconda parte del volume affronta il problema dell'interpretazione complessiva delle dinamiche monetarie, evidenziando la coesistenza di due diversi paradigmi alla base dei modelli teorici oggetto del dibattito corrente tra gli economisti, e quindi delle scelte dei responsabili delle politiche pubbliche.

Questo primo Capitolo si articola in due paragrafi che fanno da premessa alle due anime del volume. Il paragrafo 1.2 circoscrive l'ambito delle relazioni monetarie all'interno del più ampio dibattito sul significato di scienza economica e introduce alcuni concetti, preliminari alla prima parte, quali produzione, ricchezza, crescita, transazioni economiche e finanziarie. A seguire, il paragrafo 1.3 introduce il lettore alla macroeconomia monetaria, che affronta questioni di carattere sistemico, ed è principalmente finalizzata a migliorare la comprensione delle cause di fondo delle fluttuazioni della produzione, dell'occupazione, dei redditi, del livello generale dei prezzi, e dell'efficacia e dei limiti delle politiche di stabilizzazione.

La diversità di opinioni e le accese contrapposizioni nel dibattito sulla moneta e sul metodo più efficace per governarla sono necessariamente riconducibili alla diversa scelta delle ipotesi che sono alla base dei diversi modelli teorici utilizzati per elaborare indicazioni strategiche utili ai responsabili politici. Affrontare il dibattito sulla teoria e

sulla politica monetaria soltanto dopo avere approfondito i meccanismi di fondo delle economie monetarie contemporanee è la scelta di questo volume. La tesi di fondo è che poiché la scelta delle ricette di politica economica deve in ultima analisi dipendere dalla bontà delle ipotesi sulle quali il modello si fonda, appare utile possedere gli strumenti per valutare la fondatezza e l'efficacia di tali ipotesi.

Buona lettura.

1.2. La 'lente' dell'economista

Le scienze sociali si declinano in un ampio insieme di discipline (dalle scienze politiche all'economia, dall'antropologia alla sociologia, dalla geografia alla storia, dalla psicologia all'archeologia) che condividono il medesimo oggetto di studio, e cioè la società, le sue strutture e i suoi processi. Da prospettive diverse, e ricorrendo a differenti metodi di ricerca, ciascuna di esse studia le motivazioni dei comportamenti umani e il sistema di relazioni che formano una società.

Per meglio comprendere che cosa contraddistingue l'economia dalle altre scienze sociali dobbiamo chiederci quale sia la dimensione dell'interagire sociale che è al centro dell'analisi economica, ovvero quale sia la particolare lente di osservazione di cui la scienza economica si avvale per mettere a fuoco le relazioni tra i soggetti che formano una società. Una possibile risposta è che nel caso dell'economia, la relazione sociale fondamentale da cui scaturisce il resto dei comportamenti detti "economici" è l'atto attraverso il quale **un soggetto trasferisce valore ad un altro soggetto** in modo tale da influenzare la sfera individuale di ciascuna delle parti coinvolte. Il trasferimento di un valore che chiamiamo "valore economico" (per distinguerlo da altri valori che caratterizzano la condizione umana) può riguardare un bene di cui il soggetto dispone e si priva per cederlo ad altri, oppure un servizio che il soggetto fornisce a beneficio di altri, oppure un bene o un servizio che il soggetto ha prodotto al preciso scopo di cederlo ad altri.

A sua volta, la cessione di un valore economico presuppone la sua creazione. Esaminare i modi in cui viene trasferito valore economico tra individui di una società significa dunque anche indagare il processo di creazione di valore, e quindi di "ricchezza economica", e i modi in cui una società si organizza per produrla e distribuirla. La nostra indagine preliminare deve quindi partire da alcune riflessioni che ri-

guardano le diverse modalità di trasferimento di un valore economico e le diverse forme di produzione socialmente organizzata.

1.2.1. Tre modalità per trasferire valore

L'atto col quale un soggetto cede valore ad un altro soggetto può essere inquadrato all'interno di differenti sistemi di relazioni sociali, riconducibili a tre fondamentali tipologie. Una si manifesta nella forma della **cessione volontaria**, in cui un individuo elargisce spontaneamente un valore economico ad altri, senza vantare alcun diritto a reclamare uno specifico compenso. L'individuo è appagato dal semplice atto di donazione o nutre l'aspettativa di un semplice segno di riconoscenza, oppure di una qualche forma di reciprocità nella forma scelta dal soggetto che ha ricevuto valore.

Un'altra è quella che, all'opposto, si esprime nella forma della **cessione forzata**, in cui ad un individuo subordinato viene imposto di cedere un valore all'interno di una relazione di tipo gerarchico. Si possono distinguere qui diverse circostanze in cui ciò può avvenire. In un caso, l'individuo accetta la legittimità dell'obbligo all'interno di un sistema in cui si riconosce. In un altro, subisce l'imposizione come sopraffazione. In questo secondo caso, la violenza subita dall'individuo può essere riconducibile ad un atto che è definito come illecito all'interno dell'esistente sistema di norme, oppure all'esercizio della forza da parte di un potere cui l'individuo non riconosce legittimità.

La terza è quella che si estrinseca nella forma della **cessione contrattuale**, quando un individuo consegna un valore a condizione di ricevere un corrispettivo che l'individuo ritiene congruo. Ciò presuppone che le parti si accordino sulle condizioni della transazione, e ciò può avvenire in maniera informale e senza garanzie, oppure all'interno di un contesto istituzionale che impone il rispetto dei patti, conferendo a ciascuno il diritto di ottenere quanto concordato. In questo caso, il venditore avrà assolto il proprio obbligo in maniera definitiva con la consegna all'acquirente del valore economico stabilito, alle condizioni concordate, e l'acquirente avrà assolto il proprio obbligo in maniera definitiva con la consegna al venditore del corrispettivo stabilito, alle condizioni concordate.

In ognuna di queste diverse circostanze, l'atto di cedere ad altri ciò che il soggetto considera un valore avviene all'interno di una diversa relazione sociale. Una cessione volontaria ha luogo all'interno di una

relazione di reciprocità. Una cessione forzata avviene all'interno di una relazione di tipo gerarchico. Una cessione contrattuale avviene all'interno di una particolare organizzazione delle relazioni economiche che disciplina l'esecuzione degli obblighi delle parti.

1.2.2. Produzione di valore e ricchezza economica

L'atto di trasferire valore ha un indispensabile presupposto, e cioè lo svolgimento di un processo di produzione. Se questo è svolto su base strettamente individuale, la cessione di valore è solo l'atto finale del processo produttivo, ma se invece è tale da coinvolgere direttamente più soggetti, la cessione di valore ha già luogo all'interno del processo produttivo, con la cessione del proprio tempo di lavoro a chi organizza la produzione e con il trasferimento di servizi e beni intermedi (semilavorati) fino alla consegna del prodotto finito. Al centro della lente dell'economista, quindi, non può non entrare anche la formazione del valore che si esprime in un prodotto. Questo, a sua volta, può essere un bene materiale (un veicolo) o immateriale (un brevetto) di cui l'acquirente acquista la disponibilità, oppure un servizio finale che viene erogato al beneficiario (un trasporto aereo, un corso di istruzione).

La disponibilità di prodotti a vantaggio dei membri della società costituisce la **ricchezza reale** di una comunità e il sistema economico produce e distribuisce ricchezza rendendo disponibile una varietà di beni e servizi che contribuiscono al benessere di chi, in ultima analisi, ne potrà effettivamente usufruire. Si noti che, in questo caso, il termine ricchezza è usato nel significato di **flusso** di ricchezza reale, e indica il volume di beni e servizi prodotti nel corso di un dato arco temporale. Il flusso della produzione, a sua volta, è reso possibile dall'insieme delle **risorse reali** disponibili, e cioè dalle capacità lavorative, dal patrimonio di conoscenze, dall'accessibilità ad impianti, tecnologie, energia e materiali, e dalla qualità dell'ambiente politico e sociale in cui i soggetti interagiscono.

Fonte ultima della ricchezza economica non è dunque il denaro, ma è il lavoro che alimenta il processo di creazione dei prodotti di cui la società può giovare, e che amplia le proprie potenzialità grazie alla creazione di beni strumentali ad esso complementari (come macchinari o software) e alla trasmissione e allo sviluppo delle conoscenze, e quindi all'innovazione tecnologica. I beni strumentali (o di investimento) incrementano la capacità produttiva e costituiscono il **capitale**

reale. Si distinguono tra investimenti tangibili (come edifici, veicoli, strumenti e attrezzature) e investimenti intangibili (come software, banche dati, design). Essi contribuiscono a formare lo **stock** (o consistenza) delle attività reali di un sistema economico, cui è ragionevole sommare gli altri beni durevoli, non direttamente coinvolti nel processo di produzione (come abitazioni o mezzi di trasporto di uso privato), di cui gli individui, o la comunità che ne controlla l'uso, possono giovare nei limiti dell'arco temporale durante il quale tali beni conservano la propria funzionalità².

Riquadro 1 – Stock e flussi economici e finanziari

L'analisi macroeconomica fa ampio riferimento a grandezze aggregate, sia di carattere economico che finanziario, alcune delle quali definite come flussi ed altre come consistenze (o stock). Mentre le grandezze flusso si misurano con riferimento ad un intervallo di tempo, le grandezze stock (o consistenze) si misurano con riferimento ad uno specifico momento temporale.

Allo stesso modo, un flusso d'acqua che scorre nel letto di un fiume è misurato in un dato periodo di tempo, ad esempio in termini di ettolitri al minuto, mentre la consistenza d'acqua presente nel bacino di un lago è misurata (ad esempio, in ettolitri) ad un dato istante. Nel tempo, la consistenza cambia a causa dei flussi d'acqua in entrata e in uscita, in modo tale che la differenza di consistenza tra due diversi punti nel tempo è spiegata dal flusso netto d'acqua, e cioè dalla differenza tra afflussi e deflussi.

In ambito economico, il valore di un insieme di attività reali, o di strumenti finanziari, è uno stock. È invece un flusso il valore di un insieme di transazioni in uno specifico arco di tempo (un giorno, un trimestre, un anno). Sono grandezze stock, ad esempio, il valore delle banconote in circolazione, il valore complessivo dei depositi bancari, o il valore dei beni strumentali di investimento disponibili ad una certa data. Si noti che in quest'ultimo caso non è possibile fare riferimento all'osservazione diretta di prezzi di mercato, ma occorre scegliere se ricorrere ai prezzi ("storici") di acquisto di quei beni prescindendo dalla loro eventuale obsolescenza, oppure affidarsi ad una stima del loro valore corrente di sostituzione. Sono grandezze flusso, ad esempio, il reddito, la spesa per consumi o per investimenti, il valore delle compravendite sul mercato valutario, la spesa pubblica, e il prodotto interno.

² Deterioramento e obsolescenza richiedono peraltro un costante sforzo produttivo finalizzato alla manutenzione della loro funzionalità.

1.2.3. Modi di produzione e crescita economica

Viste attraverso la lente dell'economista, le comunità umane sono sistemi sociali che organizzano i processi produttivi ricorrendo, e diversamente coniugando, le tre modalità fondamentali di trasferimento di valore. Anche nelle società contemporanee più avanzate coesistono in vario modo:

- ✓ il dono elargito senza un formale corrispettivo;
- ✓ il tributo dovuto all'interno di un rapporto gerarchico;
- ✓ la cessione condizionata ad un corrispettivo pattuito.

Nel corso della storia, e nella geografia del pianeta, i sistemi economici si sono distinti e si distinguono innanzitutto per il differente peso relativo assegnato a ciascuna di queste modalità. Possiamo quindi distinguere tre differenti modi di produzione:

- ✓ l'economia del dono;
- ✓ l'economia di comando;
- ✓ l'economia di mercato.

Nella prima, che si fonda su legami tradizionali di coesione sociale, prevale la modalità informale di cessione di valore. Diffusa nelle economie rurali, essa costituisce una componente fondamentale del tessuto sociale anche nelle economie contemporanee, dalla produzione di valore all'interno di gruppi familiari o altri gruppi di relazione, alle attività di volontariato organizzate dagli enti del "terzo settore" (terzo in quanto non riconducibile né ad enti pubblici, né ad enti commerciali).

Va tuttavia rilevato che un'organizzazione della produzione fondata esclusivamente sulla modalità della cessione volontaria è la meno adatta a gestire processi produttivi complessi che richiedono investimenti considerevoli in strutture, attrezzature, ricerca e macchinari. Quando i popoli sono stati in grado di produrre ingenti flussi di ricchezza reale lo hanno fatto ricorrendo ad un elevato grado di **specializzazione produttiva**, reso possibile da una qualche combinazione delle altre due modalità, e cioè ricorrendo a scelte private, disciplinate da cessioni contrattuali, e a scelte pubbliche, disciplinate da un processo politico.

Quando l'organizzazione della produzione e della distribuzione è prevalentemente gestita dal governo centrale, e le scelte private sono ridotte al minimo, siamo nell'ambito dell'**economia di comando**. In

questo caso, lo Stato ha il controllo degli strumenti di produzione e organizza processi produttivi complessi sulla base di un sistema di cessioni di valore all'interno di una struttura gerarchica. Cosa, quanto, come, e per chi produrre è responsabilità dello Stato pianificatore, che a sua volta accede alle risorse imponendo la cessione di prodotti, lavoro, titoli di proprietà, e distribuendo infine l'esito della produzione. Lo studio della teoria della pianificazione affronta una serie di questioni problematiche che riguardano la sua realizzazione tecnica e politica. È in grado il pianificatore di impiegare le risorse disponibili in modo efficiente? Con quali criteri il pianificatore affronta la questione della distribuzione del prodotto? Attraverso quali meccanismi di rappresentanza politica il pianificatore risponde alle preferenze di chi abita la nazione?

Quando, al contrario, l'organizzazione della produzione e della distribuzione è decentrata in una moltitudine di cessioni di valore governate dal ricorso all'obbligazione contrattuale, siamo nell'ambito dell'**economia di mercato**, il cui presupposto è una società capitalistica, in cui è diffusa la proprietà privata degli strumenti di produzione. In questo caso, processi produttivi complessi sono organizzati da soggetti privati che compiono autonomamente le proprie scelte di lavoro, di produzione e di consumo, all'interno di una cornice giuridico-istituzionale che tutela la proprietà e l'adempimento degli impegni contrattuali tra le parti. Lo Stato disciplina i rapporti fra privati, fornisce un sistema dei pagamenti, e mantiene il monopolio dell'esercizio della forza³.

Oltre che svolgere la funzione di regolatore, lo Stato partecipa inevitabilmente al processo di produzione e distribuzione. Ciò avviene, in primo luogo, allo scopo di procurarsi le risorse per l'esercizio delle proprie funzioni amministrative, acquisendo beni e servizi in modo coercitivo oppure nella forma di impegni contrattuali il cui corrispettivo è la **valuta nazionale**. Lo Stato, inoltre, ha il potere di compiere scelte economiche di carattere strategico, influenzando la distribuzione, il livello, e la composizione del prodotto, in una misura che dipende dal peso relativo e dal grado di intervento dello Stato nell'economia.

³ La dimensione politica è comunque indispensabile. Immaginare un modo di produzione fondato esclusivamente sul puro scambio di "mercato" resta un esercizio astratto.

1.2.4. Contratti e corrispettivo monetario

La cessione di valore su base contrattuale, in cui le parti si impegnano ad adempiere quanto hanno negoziato, è il fondamento dell'economia di mercato. Il contratto stabilisce sia gli obblighi della parte venditrice circa la consegna dell'oggetto della transazione, sia quelli della parte acquirente circa il regolamento del corrispettivo concordato. Definiamo **transazioni di carattere economico** le transazioni che hanno per oggetto un titolo di proprietà, il diritto a disporre di un bene, la prestazione di un servizio finale, o quella di un servizio produttivo (come il lavoro). L'obbligo contrattuale sussiste anche quando l'accordo tra le parti è implicito e non formalmente sottoscritto. È il caso, ad esempio, del venditore che espone il prezzo della propria merce, proponendo in tal modo un'offerta di contratto che l'acquirente può scegliere di sottoscrivere semplicemente presentandosi alla cassa con la merce nel carrello, fisico o virtuale.

Il corrispettivo è stabilito in un determinato numero di unità dell'**attività di regolamento** concordata. Fino a quando il pagamento del corrispettivo non è ultimato, il beneficiario gode di un credito nei confronti del pagante e quest'ultimo è in debito nei confronti del beneficiario. Il pagamento è definitivamente regolato quando il beneficiario ha accettato l'attività di regolamento e non ha altro da pretendere dal pagante, il quale a sua volta non ha altri obblighi nei confronti del beneficiario. Il pagamento cancella sia il credito (**attività finanziaria**) del beneficiario, sia il debito (la **passività finanziaria**) del pagante.

Sebbene nulla impedisca che il corrispettivo di una cessione di un valore economico possa consistere in un altro valore economico (come accade nei contratti di permuta tra privati, o tra privati e amministrazione pubblica, in cui ha luogo la cessione reciproca di titoli di proprietà, autorizzazioni o concessioni), la complessità dei sistemi produttivi richiede una rapidità e un'affidabilità nella circolazione delle merci che è possibile soltanto se le parti contraenti fissano un **corrispettivo monetario**. Nella sua accezione più generica, il corrispettivo monetario stabilito in un contratto è qualsiasi cosa che il beneficiario è disposto a ricevere al solo scopo di poterlo a sua volta impiegare, in una data futura indefinita, per regolare un obbligo di pagamento nei confronti di un altro soggetto.

La moneta è dunque un bene individuale, il cui valore appartiene

al suo possessore che ne può liberamente disporre, ed è al tempo stesso un bene comune, il cui valore scaturisce dall'esistenza di una rete di entità economiche disposte ad accettarlo. In quanto attività di regolamento nei contratti, essa appartiene ad un genere differente da quello delle merci che sono oggetto delle transazioni economiche, ciascuna delle quali procura una specifica utilità che può scaturire dall'acquisto di un diritto di proprietà o di uso, oppure dalla fruizione di un servizio. Disporre dell'attività di regolamento, e cioè di **moneta**, procura invece un beneficio indiretto e indistinto, che si esprime nella possibilità di saldare un obbligo contrattuale per un valore uguale alle unità monetarie a disposizione⁴.

1.2.5. Transazioni economiche e prezzi

Approfondiamo ora il concetto di corrispettivo in una transazione di carattere economico, che definiamo il **prezzo assoluto** effettivo della transazione, stabilito alla sottoscrizione (formale o informale) del contratto ed espresso in unità della valuta nazionale. L'intesa tra le parti fissa il prezzo al quale la transazione ha effettivamente luogo. Acquirente e venditore manifestano logicamente valutazioni e preferenze differenti nei confronti dell'oggetto della transazione: l'acquirente esprime la volontà di procurarsi l'oggetto della transazione a quel prezzo e il venditore esprime la volontà di disfarsene per ottenere quel prezzo. L'accordo può essere l'esito di una negoziazione tra le parti, oppure può essere unilateralmente proposto da una delle parti. In questo secondo caso, il potenziale venditore fissa un prezzo (prezzo di offerta, o *ask price*) che rappresenta perciò una proposta a sottoscrivere un contratto di vendita al prezzo indicato. Oppure, è il potenziale acquirente che fissa un prezzo (prezzo di domanda, o *bid price*), e che rappresenta perciò una proposta a sottoscrivere un contratto di acquisto al prezzo indicato.

Il prezzo delle offerte di vendita, o di acquisto, è normalmente comunicato come **prezzo unitario**, e cioè il corrispettivo monetario riferito ad una convenuta unità di misura dell'oggetto della transazione. Esso indica quanto l'acquirente spende (e il venditore riceve)

⁴La disponibilità di mille euro garantisce di poter saldare debiti per mille euro, ma non può garantire il potere di acquistare in futuro uno specifico valore economico.

per ciascuna unità dell'oggetto del contratto. Per ogni tipo di prodotto non vi è necessariamente un unico prezzo unitario. Non solo il prezzo unitario per lo stesso prodotto può mutare nel tempo. Esso può essere diverso, per lo stesso prodotto, a seconda delle condizioni che riguardano consegna e pagamento, e cioè a seconda che questi avvengano nell'immediatezza della sottoscrizione del contratto (prezzo *spot*, o **a pronti**) oppure ad una prefissata data futura (prezzo *forward* o **a termine**). Inoltre, è comune osservare differenze di prezzo dello stesso prodotto, nella stessa data, e pur all'interno della stessa area valutaria, riconducibili a strategie di prezzo e a differenze di luogo, come nel caso di un identico alimento consumato in una zona rurale oppure all'interno di un aeroporto a poca distanza.

La relazione tra diversi prezzi unitari è espressa dai **prezzi relativi**. Questi si misurano non in unità di valuta nazionale, ma con un numero puro che esprime il rapporto tra due prezzi unitari. Ciascun prezzo relativo esprime, cioè, il prezzo di un prodotto nei termini di un altro, e la struttura dei prezzi relativi descrive la relazione tra i prezzi unitari in un'economia, ad una certa data.

1.2.6. Le transazioni finanziarie

Vediamo ora un diverso tipo di transazioni. Se in quelle che abbiamo definito di carattere economico l'attività di regolamento funge da corrispettivo monetario, nelle transazioni finanziarie l'attività di regolamento è al tempo stesso corrispettivo e oggetto del contratto. L'oggetto di una transazione finanziaria non è quindi la cessione di un bene, né di un servizio, ma è invece la cessione di uno **strumento finanziario**, un contratto secondo il quale l'acquirente trasferisce al venditore una somma di denaro in cambio di un titolo che attribuisce all'acquirente/creditore il diritto di riscuotere un'altra somma di denaro nei termini contrattualmente concordati, e impegna contestualmente il debitore a reperire i fondi necessari per potere versare al titolare del credito il corrispettivo monetario nei tempi e nei modi previsti.

Il corrispettivo è la somma pagata per l'acquisto di tale diritto, ed è quindi il prezzo assoluto della transazione. Questo è definito dalla negoziazione tra le parti, e cioè dall'incontro tra il prezzo che il soggetto che domanda il titolo è disposto a pagare e il prezzo che il soggetto che offre

il titolo è disposto a ricevere. Alla scadenza dei termini del contratto, lo strumento finanziario si estingue con il regolamento finale tra debitore e creditore.

Occorre poi definire due diverse tipologie. In una **transazione finanziaria primaria**, oggetto della transazione è l'impegno sottoscritto di una delle due parti. In altre parole, il beneficiario del corrispettivo è il soggetto (debitore) che sottoscrive l'obbligazione contrattuale a favore del soggetto pagante (creditore), conferendo a quest'ultimo il diritto di riscuotere dal primo uno o più pagamenti futuri alle condizioni stabilite⁵. Il titolo che dà diritto a riscuotere una somma a una data futura è un'attività finanziaria per chi la detiene, e contribuisce alla formazione della **ricchezza finanziaria**. Lo stesso titolo certifica l'impegno del debitore a consegnare quanto promesso, ed è perciò una passività finanziaria per chi ha emesso il titolo, e contribuisce alla **posizione debitoria**. Ogni transazione finanziaria primaria crea, simultaneamente una nuova attività finanziaria (il titolo di credito in mano al creditore) e una corrispondente passività finanziaria (l'obbligo del debitore).

Diverso è il caso di una **transazione finanziaria secondaria**, in cui il beneficiario del corrispettivo cede un titolo di credito già in essere, e cioè un impegno finanziario già emesso in precedenza da un terzo soggetto⁶. A differenza del caso di una transazione primaria, chi vende il titolo non si indebita, e quindi non sottoscrive impegni finanziari, ma converte in denaro (e cioè "liquida", o "monetizza") l'attività finanziaria in proprio possesso. In altri termini, un soggetto subentra ad un altro nella qualità di creditore nei confronti del debitore che ha originalmente sottoscritto il titolo, mentre l'impegno del debitore rimane invariato.

Lo strumento finanziario che viene in essere nelle transazioni finanziarie primarie si configura come un contratto di carattere intertemporale, in cui entrambe le parti cedono denaro, ma in tempi differenti: il creditore lo cede con consegna immediata al debitore, il quale ottiene la disponibilità di una somma di denaro (a pronti) e si assume l'impegno ad adempiere ai pagamenti futuri contrattualmente stabiliti (a termine) che rappresentano il suo obbligo finanziario. La stesura del contratto e l'esecuzione della transazione finanziaria comportano,

⁵Ne sono esempi l'emissione di un'obbligazione societaria o di un titolo azionario.

⁶Ne sono un esempio le compravendite di titoli obbligazionari e azionari nella borsa valori.

a loro volta, l'impiego di risorse economiche, quali il lavoro e il capitale necessari per la raccolta di documentazione e l'eventuale predisposizione delle garanzie richieste dal creditore⁷.

Il pagamento che il debitore si impegna contrattualmente a versare può essere fissato in un singolo pagamento oppure in una sequenza di pagamenti in date diverse, come nel caso di un'obbligazione societaria o di un titolo di Stato o di un mutuo ipotecario. Oppure può essere contingente al verificarsi di determinate circostanze, come nel caso di una prestazione pensionistica o assicurativa, o nel caso di un titolo azionario che conferisce il diritto a riscuotere i dividendi deliberati dagli amministratori.

Infine, una transazione finanziaria primaria può essere utilizzata in maniera complementare ad una transazione economica quando il venditore di un prodotto finanzia l'acquisto con un prestito all'acquirente. Ciò equivale a dilazionare il pagamento del corrispettivo di una transazione economica a fronte dell'impegno a versare la somma pattuita in una data futura, oppure spalmandola su più date future.

1.3. Il campo di indagine della macroeconomia monetaria

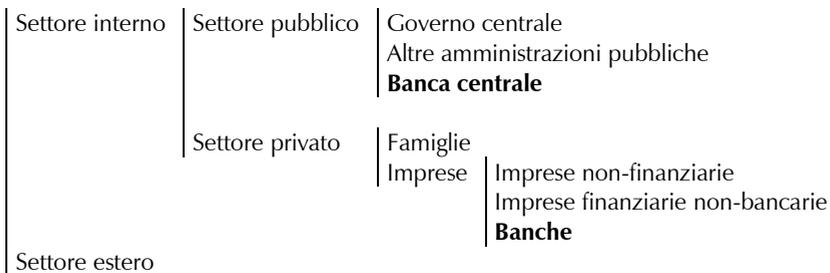
La **macroeconomia monetaria** è un metodo di analisi adatto ad affrontare questioni di carattere sistemico, principalmente finalizzato a migliorare la comprensione delle cause di fondo delle frequenti fluttuazioni della produzione, dell'occupazione, dei redditi, e del livello generale dei prezzi. Vi si distinguono **tre elementi fondamentali**. Il primo è l'attenzione per i fenomeni economici misurati a livello aggregato. Benché al costo di perdere di vista il contenuto reale delle singole transazioni economiche, l'analisi si occupa principalmente di grandezze aggregate che misurano fenomeni largamente eterogenei. Ne sono un esempio il valore della produzione di un'intera area geografica, le ore di lavoro complessivamente impiegate, il valore del capitale reale investito, il valore degli aggregati monetari e finanziari, il valore del credito erogato dal settore bancario in un dato periodo, il numero delle persone occupate e di quelle che non trovano lavoro. Ciascuno di

⁷Più in generale, le attività finanziarie impiegano risorse economiche che sono parte del prodotto interno.

questi termini riassume un insieme eterogeneo, basti pensare alla varietà dei beni e servizi prodotti, alle diverse mansioni e responsabilità nel lavoro, o alla varietà dei beni di investimento materiali e immateriali.

Il secondo elemento è l'analisi della dinamica complessiva del sistema che scaturisce dalle interrelazioni tra diversi **settori funzionali** (vedi Figura 1). Ciascun settore, nonostante il considerevole grado di eterogeneità al proprio interno, riunisce in sé una pluralità di unità decisionali associate da una comune funzione economica. In questo senso, è utile innanzitutto distinguere il settore dei residenti (settore interno) da quello dei non residenti (settore estero). Nel settore interno distinguiamo settore pubblico e settore privato. Il **settore pubblico** è l'insieme degli enti di governo delegati a perseguire il bene comune, all'interno del quale occorre distinguere le amministrazioni pubbliche e la banca centrale. Le prime regolano le attività economiche, acquisiscono prodotti e risorse per lo svolgimento delle proprie funzioni, forniscono beni di utilità pubblica, e hanno il potere di imporre la tassazione delle attività e dei redditi. Esse comprendono il governo centrale, a cui fanno capo le responsabilità di politica economica, e l'insieme delle amministrazioni locali (regioni, distretti, cantoni, municipalità, ecc.) e delle altre agenzie pubbliche. La banca centrale è l'istituzione a cui lo Stato delega il potere di emissione della valuta nazionale, e svolge diverse funzioni di interesse pubblico finalizzate alla stabilità dei pagamenti, del settore bancario, e del sistema economico.

FIGURA 1 – I SETTORI FUNZIONALI



Definiamo **settore privato** l'insieme delle famiglie e delle imprese che svolgono, rispettivamente, la funzione di consumatori e di produttori. Nel settore delle imprese sono comprese le imprese finanziarie,

quali assicurazioni, fondi pensione, fondi di investimento, fondi del mercato monetario, e altri intermediari. Un settore funzionalmente differente è il **settore bancario**, che è l'insieme delle imprese autorizzate ad offrire un sistema dei pagamenti alternativo all'uso delle banconote della banca centrale e alle quali lo Stato affida il compito dell'allocazione del credito all'economia, sottoposte al rispetto della regolamentazione e sorvegliate e vigilate dalla banca centrale⁸. Infine, il **settore estero** è l'insieme di tutte le entità pubbliche e private (stati, banche centrali, banche commerciali, famiglie, imprese) non residenti che acquisiscono dai residenti parte del loro prodotto e forniscono ai residenti parte del proprio prodotto.

Il terzo elemento della macroeconomia monetaria è il contenuto prescrittivo dell'analisi macroeconomica. Questa si propone di studiare la dinamica del sistema allo scopo di individuare le cause dei suoi malfunzionamenti per dedurne **prescrizioni per l'azione pubblica** in campo economico e finanziario. Queste possono essere finalizzate a neutralizzare o a limitare le conseguenze delle fluttuazioni dell'attività economica (politiche anticicliche o di stabilizzazione), oppure ad irrobustire la struttura del sistema allo scopo di prevenire episodi di instabilità o almeno contenerne le conseguenze sul benessere collettivo (politiche strutturali).

1.3.1. Ipotesi e modelli in economia

Sebbene il termine "macroeconomia" si sia diffuso soltanto a partire dalla metà del XX secolo, l'attenzione per la dinamica e gli effetti dell'interazione dei soggetti economici che popolano il sistema ha una ben più lunga tradizione nella storia del pensiero economico. Avere cognizione di come le grandi questioni quali la crescita, l'occupazione, la distribuzione del reddito, i prezzi, sono state affrontate in passato non è un esercizio di semplice curiosità intellettuale. Piuttosto, esso consente di esaminare criticamente il prevalere, in determinati periodi storici, di particolari finalità della ricerca e di scelte metodologiche, e

⁸Sebbene separate in questa tassonomia settoriale, banche e banca centrale formano l'insieme delle "istituzioni finanziarie monetarie". Analogamente, è utile tenere concettualmente distinto il settore bancario dal settore privato non bancario. In questo volume, per snellire il testo, ci riferiremo a quest'ultimo col termine di "settore privato".

non può che farci apprezzare la complessità dei problemi, nonché metterci in grado di meglio valutare criticamente le teorie e le politiche correnti. Lo sforzo teorico alla base dell'evoluzione delle idee si nutre inoltre di una componente di creatività che non può che arricchire il dibattito contemporaneo.

Prima di ripercorrere brevemente alcuni passaggi nodali dell'evoluzione del pensiero economico, va sottolineato che rappresentare un sistema economico presuppone un **procedimento di astrazione** in grado di ridurre la complessità dell'oggetto che si intende studiare. La fase preliminare nella costruzione di un modello interpretativo si fonda su un **paradigma** che consiste in un quadro di riferimento utile, innanzitutto, per poter definire le domande e gli obiettivi della ricerca e scegliere i "fatti stilizzati", e cioè le regolarità empiriche che il modello si propone di spiegare, e su cui costruire un modello interpretativo a partire da una serie di ipotesi semplificatrici⁹.

Ogni modello è dunque, inevitabilmente, una rappresentazione sintetica, e quindi incompleta, della realtà che intende indagare. La sua utilità si riconosce dalla capacità di contribuire a migliorare la nostra comprensione del problema, dalla validità delle proposizioni predittive, e dall'efficacia delle indicazioni prescrittive per conseguire determinati obiettivi. Se il modello si rivela inadeguato, il ricercatore ha due possibilità: migliorare il modello interpretativo modificandone le ipotesi, oppure riformularne le premesse. È in questo contesto che la ricerca economica ha percorso, e continua a percorrere, strade metodologicamente differenti, affrontando i problemi da prospettive riconducibili a paradigmi differenti.

Un aspetto metodologico di grande rilevanza è la questione della **distinzione tra la dimensione monetaria e la dimensione reale** dell'economia. La prima riguarda le relazioni finanziarie che si stabiliscono tra i diversi soggetti economici, e cioè l'insieme delle attività (e delle corrispondenti passività) monetarie e finanziarie in essere, espresse in unità monetarie. La dimensione reale riguarda invece l'insieme delle grandezze misurabili in unità fisiche quali le ore di lavoro, le conoscenze tecnologiche e i mezzi di produzione impiegati, l'energia utilizzata, e i volumi prodotti e consumati di beni e servizi.

⁹È buona regola che le ipotesi siano ragionevoli, confrontabili con l'esperienza empirica e, se necessario, modificabili senza che ciò contraddica la logica di fondo del modello.

Sono questi gli aspetti dell'attività produttiva, sia individuale che collettiva, che generano benessere economico, individuale e collettivo, come somma dei benefici ottenuti al netto dei costi sopportati.

Si tratta, evidentemente, di due dimensioni complementari del sistema che tuttavia richiedono differenti modelli di analisi. La ricerca della migliore soluzione analitica per costruire una teoria generale che spieghi l'interazione tra le due dimensioni, reale e monetaria, è stata (e rimane) un importante terreno di confronto e di dibattito nel pensiero moderno e contemporaneo, al cui centro è il quesito se l'influenza dei fenomeni monetari e finanziari possa essere analizzata separatamente dallo studio della dinamica reale, oppure se debba invece costituirne l'indispensabile premessa.

1.3.2. Alle origini della macroeconomia

Il termine "economia" deriva etimologicamente dal greco antico *oikonomia* che indicava il governo della casa e, per estensione, della polis. Già gli scritti di Aristotele enunciano alcuni principi per la saggi amministrazione delle risorse di una comunità. Da allora fino all'epoca medievale, è vivo l'interesse per le questioni che riguardano le regole del commercio, le variazioni dei prezzi, i rapporti di credito e debito, il "giusto prezzo", e i mezzi per accrescere la ricchezza di un determinato ambito politico territoriale. Nell'epoca moderna, con l'espansione del commercio internazionale, emerge una varietà di contributi sul tema del rapporto tra scambi con l'estero e circolazione monetaria, e sui concetti di ricchezza economica e di valore. Nella dottrina dei **mercantilisti**, la ricchezza di un popolo è accresciuta dal commercio e si misura con la disponibilità di risorse e specialmente di metalli preziosi. Per favorirne la formazione occorre perciò mantenere un flusso di denaro in entrata grazie alle esportazioni, il che implica naturalmente un conflitto economico permanente, visto che per ogni nazione che esporta ce ne deve essere una che importa¹⁰.

Affiora, intanto, l'idea che sia invece la capacità di produrre a creare ricchezza, e che la dinamica del sistema debba dipendere dall'interazione tra i suoi diversi soggetti decisionali. Emergono così i primi

¹⁰ In mancanza di sbocchi, si ricorre al colonialismo e quindi a forme coercitive di acquisizione del valore.

modelli per un'analisi sistemica. Nell'epoca dell'Illuminismo, le intuizioni degli economisti **fisiocratici** francesi contribuiscono a disegnare uno schema che illustra l'attività economica come un processo di produzione e distribuzione di un flusso di prodotti, reso possibile dall'interazione di diversi attori sociali. Lo schema descrive le relazioni economiche come interdipendenze settoriali, distinguendo tre classi funzionalmente differenti: i proprietari delle terre, i coltivatori, e gli artigiani. Ricchezza nazionale non è più da intendersi come una dotazione data di risorse che un Paese può accrescere soltanto sottraendolo ad altri, ma è il flusso di prodotto "netto" che rappresenta quel "sovrappiù", reso possibile dalla produttività naturale della terra, che la società (o meglio, la classe dominante) può consumare senza compromettere la capacità produttiva del sistema. Un regolare flusso di pagamenti monetari tra i tre settori è la condizione per la riproducibilità e sostenibilità del sistema.

Anche per Adam Smith la circolazione monetaria è il motore indispensabile dell'economia di mercato. Egli, tuttavia, allarga la prospettiva dei fisiocratici rovesciando la concezione mercantilista quando afferma che la ricchezza delle nazioni non dipende dalla disponibilità di denaro o dalla ricchezza finanziaria, ma è misurata dal flusso netto del volume di prodotto ottenuto annualmente, e cioè la somma di ciò che l'economia produce (che oggi chiamiamo prodotto interno) e dei prodotti acquistati all'estero, al netto dei prodotti venduti all'estero¹¹. Sono i concetti di prodotto e di consumo pro-capite che aprono la strada all'economia moderna.

Si afferma così l'idea che l'origine del benessere economico non dipenda dall'appropriazione di risorse date attraverso il commercio. Essa è invece da ricercare nel flusso del processo di produzione, creatore di ricchezza, finalizzato sia al consumo che all'accumulazione di attività reali, e non nella disponibilità di risorse naturali date. Queste ultime, dopotutto, sono tali non "per natura", ma soltanto in virtù dello sviluppo di tecnologie in grado di farle entrare nel processo produttivo. In altre parole, una risorsa è tale sulla base delle conoscenze tecniche del suo potenziale utilizzatore.

È la fase storica in cui, almeno per quanto riguarda la cultura occi-

¹¹ Anche su questo punto Smith marca la sua distanza dal mercantilismo: i flussi in entrata di merci (e non di denaro) accrescono la ricchezza del Paese.

dentale, al progressivo espandersi della manifattura si associa una sempre più chiara demarcazione del campo d'indagine dell'economia, che acquisisce una propria autonoma fisionomia prima ancora delle altre scienze sociali. La prima cattedra di Economia Politica in Inghilterra, assegnata a Thomas Malthus, è del 1805.

Nel corso del XIX secolo, il metodo di descrivere le relazioni economiche come relazioni tra classi sociali viene fatto proprio dagli economisti che oggi identifichiamo come appartenenti alla tradizione dell'**economia politica classica**. David Ricardo studia la dinamica della crescita e la distribuzione del prodotto in un sistema in cui interagiscono percettori di rendite dalla proprietà terriera, di profitti industriali, e di salari, e il massimo critico dell'economia politica classica, Karl Marx, analizza le contraddizioni del capitalismo studiando la relazione conflittuale tra proprietari dei mezzi di produzione e lavoratori.

Ma verso la fine del secolo, in un'epoca di accelerato sviluppo industriale e di nuove forme di conflitto sociale nell'Occidente del mondo, si impone un nuovo paradigma. Se l'attenzione del pensiero classico era fortemente focalizzata sulle condizioni che favoriscono la produzione, e quindi le condizioni di offerta dei prodotti, lo sviluppo del nuovo metodo di analisi, detto **marginalismo**, sposta l'attenzione alle modalità in cui gli individui, senza distinzione di classe sociale, affrontano una scelta economica nell'intento di perseguire il massimo risultato a fronte di risorse date. La dinamica del sistema dipende dalla somma delle scelte individuali e il processo di produzione è delineato come un fenomeno a carattere squisitamente tecnico che consente la trasformazione di un fondo di risorse disponibili in una varietà di prodotti possibili. Se i nostri desideri (potenzialmente illimitati) devono fare i conti con il vincolo imposto dalle risorse (per definizione scarse), il principale problema economico non può essere quello dell'utilizzo pieno delle risorse. È invece quello di come ottimizzare la composizione del prodotto, ovvero l'assegnazione, o "allocazione", delle risorse ai diversi settori produttivi possibili, secondo le preferenze e le scelte dei consumatori finali.

L'oggetto di studio della scienza economica diviene dunque il comportamento di un insieme di individui, ciascuno dei quali è interessato a massimizzare il beneficio netto che può estrarre dalle risorse reali a propria disposizione. Nel modello marginalista, il problema che ciascun individuo affronta in un'economia di mercato non sarebbe dunque dissimile da quello che il singolo individuo al di fuori del contesto

sociale (come il protagonista del romanzo di Defoe, Robinson Crusoe) deve affrontare per ricavare il massimo beneficio dalle limitate risorse di cui dispone. Il personaggio letterario del naufrago su un'isola deserta rappresenta emblematicamente l'uomo che, al di fuori di un contesto sociale, affronta il problema di come procurarsi ciò di cui ha bisogno. Egli deve decidere cosa, come, e quanto produrre, in modo da ricavarne la massima soddisfazione possibile, potendo fare ricorso ad una limitata disponibilità di mezzi, la cui componente fondamentale è l'insieme delle conoscenze che gli consentono di sfruttare al meglio le risorse a disposizione. Un identico problema si pone alla società che intende ottimizzare l'uso delle risorse e che per raggiungere tale obiettivo si affida alle scelte individuali e quindi alla funzione di intermediazione fra risorse e preferenze, svolta dal "mercato".

Con questo sviluppo teorico, l'attenzione per la relazione tra dimensione monetaria e reale dell'economia muta radicalmente registro. Nel paradigma marginalista, la dimensione monetaria è relegata a un ruolo secondario. L'essenza del sistema economico sta piuttosto nell'interdipendenza tra i singoli agenti, ciascuno dotato di risorse iniziali e animato da una propensione allo scambio di merce contro merce, finalizzata a massimizzare la propria utilità. Il modello elaborato principalmente da Léon Walras e Vilfredo Pareto dimostra l'esistenza di un **equilibrio economico generale** al quale il sistema dei prezzi relativi consente a ciascun individuo di massimizzare la propria utilità, e al sistema di impiegare le risorse disponibili in modo pieno e ottimale. La struttura dei prezzi relativi dipende dalle preferenze degli agenti economici e dalle loro risorse iniziali. I prezzi assoluti e unitari sono deumibili dall'unità monetaria convenzionalmente adottata e non hanno alcuna rilevanza sulla condizione di equilibrio.

Ne deriva una visione meno problematica di quella ereditata dal pensiero dell'economia politica classica. La scelta stessa del metodo può essere letta come un tentativo, non importa se consapevole o meno, di dimostrare, contro l'idea marxiana della crisi permanente del capitalismo, che un funzionamento armonico del sistema è possibile, o almeno sia possibile descrivere quali ostacoli e impedimenti vadano rimossi affinché l'economia di mercato sprigioni le sue potenzialità con benefici per tutti.

Quando però, a cavallo tra il XIX e il XX secolo, e poi ancora nel periodo tra le due guerre mondiali, nei Paesi già economicamente avanzati, si ripetono episodi di instabilità dell'attività economica nella for-