Perché la crescita (degli investimenti) non ci salverà

Andrea Pannone

Abstract

Most economists believe that the economic crisis is due to a structural excess of saving on investment. However, if we admit that production decisions follow the effective demand, it is easy to show that S and I are always equal. We suggest instead that crisis is due to the lack of demand that causes a high degree of unused capacity. The resulting sunk costs could be transferred to wages, further reducing demand. So, increasing investment, without raising wages, would worsen the effect of the crisis.

Introduzione E' opinione consolidata tra economisti, media, istituzioni nazionali e internazionali che la ripresa della crescita (*back to the growth*) sia la strada maestra per uscire dalla crisi in cui si dibattono dal 2008 le economie moderne, e per aumentare l'occupazione. Come noto la crescita del sistema economico è un obiettivo di medio – lungo periodo che consiste nel favorire l'espansione del potenziale produttivo (misurato come aumento del Pil reale o del Pil reale pro-capite). L'investimento è considerato il motore primario della crescita, in quanto permette di aumentare la disponibilità di fattori produttivi (capitale fisico e capitale umano) o una migliore capacità di un loro utilizzo che ne determina un aumento della produttività (innovazione tecnologica e progresso tecnico). Pur nella diversità delle scuole di provenienza e dalle differenti argomentazioni adottate, molti economisti considerano ancora una fase di crisi economica e disoccupazione come una situazione in cui nel sistema si ha un eccesso non temporaneo di risparmio sul volume degli investimenti privati ($S > I$)[1]. Sarebbe proprio l'eccesso di risparmio a creare quel deficit di domanda che causa il successivo abbassamento della produzione e quindi la disoccupazione. In questo contesto solo un aumento degli investimenti, e quindi la crescita del PIL, potrebbe ricondurre l'economia verso un equilibrio di piena occupazione. Rispetto a come perseguire questo risultato le ricette si differenziano. In questo scritto cercheremo di sintetizzare i gravi limiti di questo ragionamento e delle misure di politica economica che da esso sono derivate.

1. **Sull'insostenibilità dell'ipotesi di eccesso strutturale di risparmio**

L'argomento teorico a favore dell'esistenza di eccesso di risparmio in fasi di crisi e disoccupazione, ossia in fasi in cui la produzione effettiva è ben inferiore alla produzione potenziale (vedi nota 8), è sintetizzato nell'appendice di questo articolo attraverso un semplicissimo modello formale. Per gli economisti di maggiore osservanza neoclassica questo eccesso è una sorta di fenomeno eccezionale. In condizioni normali, infatti, la riduzione del tasso di interesse permetterebbe di riequilibrare sempre le decisioni relative al risparmio e quelle relative all'investimento. Esso richiederebbe quindi delle politiche in deroga a ciò che è invece normale, miranti a ripristinare le condizioni di fiducia sul mercato attraverso la politica monetaria, bassi tassi di interesse e la riduzione dei debiti pubblici, così che gli investimenti privati siano incentivati ad aumentare e a recuperare il gap con i risparmi (vedi ad esempio Koo 2011).[2] Per gli economisti di osservanza keynesiana, invece, le decisioni relative al risparmio sono indipendenti da quelle di investimento e non c'è alcuna ragione, quindi, perché esse debbano essere compatibili[3]. Un eccesso di risparmio creerebbe allora quel deficit di domanda che causerebbe il successivo abbassamento della produzione e quindi la disoccupazione. In questo contesto, si sostiene, solo un considerevole aumento degli investimenti pubblici finanziato in deficit (ad esempio la costruzione di una nuova infrastruttura pubblica), capace di compensare la debolezza cronica degli investimenti privati in fasi di depressione dell'economia, potrebbe ripristinare l'equilibrio di piena occupazione nel sistema (vedi ad esempio Krugman 2013)[4]

©2026 economiaepolitica.it

. E' facile però mostrare che l'ipotesi di eccesso di risparmio è del tutto incompatibile con l'idea che le decisioni di produzione dipendano dalla domanda effettiva (vedi appendice). Questo argomento era stato già espresso chiaramente da Keynes nel settimo capitolo della Teoria Generale[5]. In realtà, al di sotto dell'equilibrio di piena occupazione non si ha mai una situazione di eccesso di risparmio (o di carenza di investimenti). Infatti, il risparmio è sempre uguale all'investimento in quanto la produzione (reddito) effettiva(o), entro il limite della capacità produttiva dell'economia, è sempre uguale alla domanda. Notiamo ancora come la nostra conclusione, perfettamente coerente con gli argomenti della Teoria Generale di Keynes (vedi anche nota 3), si basi proprio sull'idea che i cambiamenti della domanda aggregata possano avere un apprezzabile e persistente effetto sull'offerta aggregata. In modo curioso, mentre questa idea si sta cominciando ad affermare chiaramente tra gli economisti più autorevoli, come ad esempio Larry Summers[6], lo stesso Summers, ritiene che l'economia post crisi sia dentro una fase di 'stagnazione secolare' in cui vi è un *eccesso strutturale di risparmio sugli investimenti*. Il semplice modello presentato in appendice mostra chiaramente la fallacia teorica di questo argomento.

2. Eccesso di capitale e crisi economica

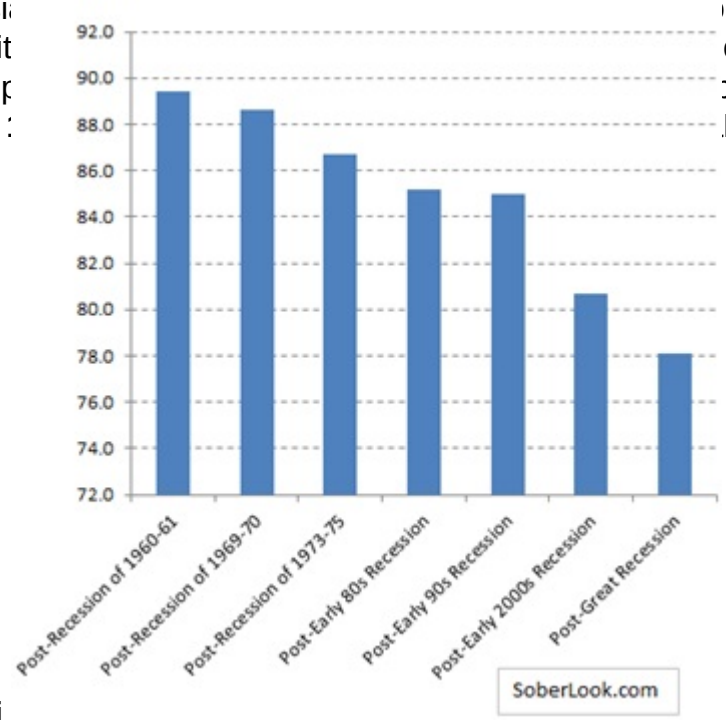
Se non c'è eccesso strutturale di risparmio cosa c'è in un'economia al di sotto della piena occupazione (oltre ovviamente a disoccupazione)? Già prima dello scoppio della crisi del '29, Keynes parlava chiaramente dell'esistenza di una quantità considerevole di impianti inutilizzati (*unemployed plant*)[7]. In altri termini, se la domanda è molto inferiore alla capacità produttiva totale, parte considerevole del capitale fisico resta non utilizzato o sottoutilizzato nella produzione. Quindi in una fase di crisi ci si trova in presenza di un eccesso di capitale fisico[8]. Quello che però Keynes non ci aiuta a capire bene è: quali sono le ulteriori conseguenze dell'esistenza di eccesso di capitale sull'economia? Per comprendere il punto, assumiamo che il capitale/impianti disponibile alle imprese all'inizio del periodo di produzione (assunto per semplicità uguale all'anno solare) venga acquistato mediante ricorso al credito bancario. Tale acquisto (investimento) si verifica a fronte di un impegno intertemporale (*commitment*) a pagare alle banche una rata di affitto annua (*rental cost*) che è funzione di un dato tasso di interesse, della durata tecnica degli impianti e del capitale anticipato (pari al valore di mercato degli impianti acquistati). Assumiamo anche che la rata venga normalmente pagata dalle imprese mediante parte dei proventi derivanti dalla vendita dei beni prodotti. Un'altra parte di questi proventi vengono utilizzati per pagare i salari dei lavoratori che sono stati impiegati durante l'anno nel processo produttivo; l'ipotesi è che l'impiego di lavoratori vari proporzionalmente con il livello di produzione. La parte rimanente dei proventi costituisce i profitti delle imprese. Data la spesa per salari e i profitti, se i proventi derivanti dalle vendite annue fossero inferiori a quelli attesi – a causa di un'imprevista caduta del livello della domanda che rende parte degli impianti inutilizzati – essi non consentirebbero di coprire per intero la rata dovuta a fine anno per l'affitto del capitale. La parte non coperta costituisce di fatto un *sunk cost* che si forma *ex post* in seguito a un evento contingente - l'imprevista mancata valorizzazione del capitale acquistato dalle imprese - a fronte dell'impegno contrattuale intertemporale assunto *ex ante* con le banche[9]. Questi *ex post sunk cost* sono associabili a esborsi finanziari aggiuntivi che pongono alle imprese il problema del loro finanziamento. Dato il livello dei prezzi[10], in virtù della natura fortemente asimmetrica delle relazioni di potere tra capitale e lavoro nelle fasi di crisi economica, si può immaginare che le imprese siano in grado di 'scaricare' quegli *ex post sunk cost* sui salari monetari dei lavoratori, mantenendo sostanzialmente invariato il loro livello di profitti[11]. La conseguente riduzione dei salari reali comporterebbe una riduzione della spesa per consumi delle famiglie, deprimendo ulteriormente la domanda, la produzione e l'occupazione, e aggravando in questo modo la tendenza all'indebolimento dell'economia[12]. Quindi l'eccesso di capitale non è solo l'effetto di una fase di crisi economica, ma anche la causa di una sua possibile persistenza nel tempo o di una sua riproposizione in un prossimo

©2026 economiaepolitica.it

futuro.

3. **Perché aumentare gli investimenti potrebbe non bastare**

Se il processo fin qui descritto ha senso, è evidente che l'aumento dell'investimento (e della crescita), prescritto dalla ricetta neoclassica (investimento privato) come da quella keynesiana (investimento pubblico), non è in grado di evitare, se non in modo temporaneo, l'accumulazione di fattori di crisi. Infatti, se l'aumento dell'investimento aumenta sicuramente la domanda totale di beni nel breve periodo (vedi equazione 9 in appendice), esso aumenterà anche la capacità produttiva dell'economia nel lungo, compensando (del tutto o in parte) l'iniziale riduzione del gap tra produzione potenziale e produzione effettiva (vedi equazioni 6 e 7 in appendice). Quanto più, poi, gli investimenti sono in grado di accrescere la produttività (cosa più che probabile nel caso di innovazioni tecnologiche), tale gap potrebbe addirittura aumentare, accrescendo il grado di inutilizzazione della capacità/capitale e i rischi di riproposizione di fasi di crisi. Possi periodo dell'utilizzazione di capacità negli Stati Unit opo ciascuna delle recessioni più importanti, il p re a un livello più basso del precedente. **Grafico** lle



maggiori recessioni degli ultimi 50 anni

Fonte: SoberLook.com Si potrebbe obiettare che il nostro argomento non è sostenibile se l'eccesso di capitale fosse primariamente riconducibile a investimenti pubblici (ossia a politiche di tipo keynesiano). Non sembrano esistere ragioni apparenti, infatti, perché un ponte o una strada pubblica parzialmente inutilizzata, ad esempio, dovrebbero dare luogo a una qualche riduzione di salario per i lavoratori. In realtà non è così. Infatti, in presenza di nuova capacità produttiva pubblica, la spesa per beni (e servizi) di consumo – che resta invariata nel lungo periodo - si sposterebbe almeno in parte dai beni (sevizi) prodotti con capitale privato ai beni (servizi) prodotti con nuovo capitale pubblico (più a buon mercato dei primi), aumentando il capitale inutilizzato delle imprese private e i loro *sunk cost ex-post*. Questo aumento, a sua volta, come abbiamo visto in precedenza, potrebbe essere scaricato sui salari dei lavoratori delle imprese private e dare luogo ad una caduta della domanda totale che deprime l'economia. In conclusione, la situazione descritta delinea una sorta di paradosso di Zenone, con gli investimenti nel ruolo di Achille e l'eliminazione dell'eccesso di capacità/capitale nel ruolo della tartaruga che non può mai essere raggiunta dall'eroe greco. L'effetto di questa vana rincorsa sono un progressivo spostamento della distribuzione del reddito a vantaggio dei profitti e crescenti rischi di

instabilità per l'intera economia. Osserviamo che tale paradosso potrebbe essere superato nel tempo solo con un tasso di espansione della capacità produttiva (ossia di crescita economica) più basso del tasso crescita della domanda di beni. Questo potrebbe avvenire, a parità di propensione al consumo e popolazione, solo con una significativa redistribuzione del reddito a vantaggio dei salari, capace di accrescere i consumi delle famiglie a un tasso più alto di quello a cui si espandono gli investimenti (delle imprese e dello Stato). **Ricercatore senior alla Fondazione Ugo Bordoni*

Appendice: la relazione risparmi/investimenti attraverso un semplice modello formale

Assumiamo per semplicità di essere un'economia chiusa in crescita stazionaria con inflazione zero. Come noto, in condizioni di equilibrio di piena occupazione si avrebbe: 1) $Y^P = Y^D$ dove Y^P è il valore monetario della produzione potenziale (reddito potenziale), e Y^D il valore monetario della domanda di beni. Chiaramente è anche 2) $Y^D = C + I$ dove *C* è la spesa monetaria in beni di consumo e *I* la spesa monetaria per beni di investimento; e 3) $Y^P = C + S$ dove *S* è la parte di reddito monetario che non viene spesa per beni di consumo. Sostituendo la 3) e la 2) nella 1) si ottiene chiaramente: 4) S = I Al di sotto dell'equilibrio di piena occupazione, si sostiene allora, si dovrebbe avere necessariamente 5) S > I E' facile però mostrare come la 5) sia del tutto incompatibile con l'idea che le decisioni di produzione dipendano dalla domanda effettiva. Vediamo perché. Assumendo per semplicità beni omogenei e prezzo unitario, al di sotto dell'equilibrio di piena occupazione si avrebbe 6) $Q^P > Q^D$ ossia che la produzione potenziale è maggiore della domanda totale di beni. Se le decisioni di produzione dipendono dalla domanda avremo necessariamente: 7) $Q = Q^D$ In altri termini, il flusso di beni effettivamente prodotti, nei limiti del potenziale produttivo esistente, è sempre uguale alla quantità totale di beni richiesti. Ovviamente la quantità di beni prodotti *Q* in parte viene destinata al consumo e in parte al risparmio per cui sarà 8) Q = C* + S* dove C* è il consumo in termini reali e S* il risparmio in termini reali. Chiaramente è anche 9) $Q^D = C^* + I^*$ Dove I^* è il valore dell'investimento in termini reali. Sostituendo 8) e 9) nella 7) si avrebbe allora 10) $S^* = I^*$ Se ora moltiplichiamo la 10) per il prezzo dei beni avremo 11) S = I In conclusione, se ammettiamo che le decisioni di produzione dipendano dalla domanda, al di sotto dell'equilibrio di piena occupazione non si ha mai una situazione di eccesso di risparmio (o di carenza di investimenti). Infatti, il risparmio è sempre uguale all'investimento in quanto la produzione (reddito) effettiva(o), entro il limite della capacità produttiva dell'economia, è sempre uguale alla domanda [1] Su questo punto si veda ad esempio l'articolo di Sergio Bruno su Sbilanciamoci: http://sbilanciamoci.info/autore/sergio-bruno/). Vedi anche Francesco Saraceno https://fsaraceno.wordpress.com/2016/12/09/a-plea-for-semi-permanent-government-deficits/ [2] "The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics", in *Real World Economics Review*, n.58 [3] Il termine *keynesiano*, come noto, raccoglie posizioni in realtà molto diverse sulla relazione Investimenti/Risparmi. Esiste tutt'ora tra molti economisti una certa confusione sul ruolo dell'ipotesi di eccesso di risparmio nella teoria di Keynes, derivante probabilmente da come vengono definiti Risparmi e Investimenti nel *Trattato della Moneta* scritto nel 1930 dall'economista di Cambridge. Ad ogni modo, è molto chiaro cosa pensasse Keynes della relazione tra Risparmi e Investimenti alla luce di come i due aggregati vengono definiti nella Teoria Generale del 1936: "*Saving and Investment have been so defined that they are necessarily equal in amount, being, for the community as a whole, merely different aspects of the same thing"* (capitol sesto e settimo). [4] Krugman P., (2013), A permanent slump? The New York Times. [5] Ho già mostrato questa incompatibilità in un recente articolo su Keynesblog (https://keynesblog.com/2016/10/17/investimenti-pubblici-versus-reddito-di-cittadinanza-per-uscire-dalla-crisi-una-riflessione-teorica/#more-7433) [6] "Perhaps Say's dubious law has a more legitimate corollary – "Lack of Demand creates Lack of Supply" (Summers 2014 p. 37). Lo stesso argomento è stato recentemente rilanciato dalla Yellen (2016) [7] Keynes "How to Organize a Wave of Prosperity" *Evening Standard* July 31, 1928. [8] Ad esempio, il tasso medio di utilizzazione della capacità dell'industria USA nel periodo 2007-2009 (che può essere considerato come una proxy del tasso medio di utilizzazione del capitale) è stato pari al 76.27%, ben inferiore al livello generalmente

considerato ‘normale’ dagli economisti (pari all’ 82-85%). Nel gennaio 2011 era addirittura pari al 76,1% (nostre elaborazioni su statistiche della Federal Reserve del 2011). [9] Bisogna dunque distinguere tra *ex-ante sunk cost*, perfettamente noti alle imprese al momento della stipula del contratto di affitto, e *ex-post sunk cost* che si verificano inseguito a ‘notizie’ che l’impresa acquisisce alla fine del periodo di produzione su un risultato inatteso. Sulla differenza tra *ex-ante* e *ex-post sunk cost* si veda Owen R., Ulph, D., (2002) “Sunk Costs, Market Access, Economic Integration, and Welfare”, Review of International Economics, 10(3), 2002, pp. 539-555. [10] Le evidenze empiriche mostrano come la maggior parte delle vendite di beni e servizi nei settori non agricoli delle economie occidentali riguarda clienti abituali con cui le imprese hanno relazioni continue (vedi Blinder, A., Canetti E., Lebow D., Rudd J., (1998), Asking about Prices: A New Approach to Understanding Price Stickiness, Russell Sage foundation:New York. 1998). Di conseguenza gli aggiustamenti della maggior parte dei prezzi sono diventati sempre meno frequenti e i contratti a prezzi fissi comuni. [11] La progressiva alterazione della distribuzione del reddito a vantaggio dei profitti a partire dal 2000, e la sua accentuazione negli anni della crisi economica iniziata nel 2008 (e tutt’ora in corso), è ormai documentata in molti lavori. Si veda ad esempio Franzini M., Pianta M., (2015), Explaining inequality. Routledge. [12] Esistono anche modi alternativi con cui le imprese possono finanziare i *sunk cost* : ad esempio esse potrebbero a) ridurre il loro livello di autofinanziamento, b) aumentare i loro livelli di indebitamento col settore bancario. Ovviamente entrambe le soluzioni le esporrebbero maggiormente verso l’esterno aumentando i rischi di instabilità dell’intero sistema.

©2026 economiaepolitica.it