



**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DELL'INSUBRIA
FACOLTÀ DI ECONOMIA**

**Corso di Dottorato in
Economia della Produzione e dello Sviluppo
Ciclo XXVIII**

**L'Europa tra l'ordoliberalismo tedesco, Hayek, Schumpeter e
Keynes. L'attualità degli anni '30 nel dibattito contemporaneo
su moneta, credito, crisi e austerità**

**Relatore:
Chiar.mo Prof. Giancarlo Bertocco**

**Tesi di dottorato di:
Andrea Kalajzic
Matricola:
221373**

Anno Accademico 2016-2017

Thomas, Dragutin, Friederun und Gaia gewidmet

und

in Erinnerung an Alberto

INDICE

<i>Elenco delle figure</i>	p. ix
<i>Elenco delle tabelle</i>	p. xiii
Introduzione	p. 1
1. Gli obiettivi della tesi	p. 1
2. La struttura della tesi	p. 8

PARTE PRIMA

Le fasi della Grande recessione e il punto di vista tedesco sulla crisi nell'Eurozona

CAPITOLO 1

Anatomia di una crisi globale: dalla crisi dei mutui *subprime* alla crisi nell'Eurozona

1. La Grande moderazione e la 'finanziarizzazione' dell'economia	p. 27
2. L'intreccio tra la bolla immobiliare e la bolla creditizia negli Stati Uniti	p. 30
3. Le conseguenze iniziali dello scoppio della bolla sul mercato immobiliare statunitense	p. 32
4. Dal fallimento di Lehman Brothers alla Grande recessione mondiale del 2008-2009	p. 35
5. Le reazioni di politica economica per scongiurare una nuova Grande depressione	p. 38
6. La crisi nell'Eurozona e la svolta verso le politiche di austerità	p. 40

CAPITOLO 2

La centralità del risparmio e del mercato dei capitali per il processo di convergenza economica nell'Eurozona

1. L'integrazione finanziaria come premessa per la convergenza tra le economie dell'Unione monetaria	p. 45
2. L'impostazione tipicamente neoclassica delle tesi sulla convergenza tra le economie dell'Eurozona	p. 54
2.1. <i>Accumulazione di capitale e crescita economica</i>	p. 54

2.2. <i>L'equilibrio (macro)economico generale sottostante al modello di crescita di Solow</i>	p. 56
2.3. <i>Moneta ed equilibrio economico generale</i>	p. 61
2.4. <i>Teoria quantitativa della moneta e macroeconomia pre-keynesiana</i>	p. 64
2.4.1. <i>L'approccio delle transazioni di Fisher alla teoria quantitativa della moneta</i>	p. 65
2.4.2. <i>La neutralità della moneta nel modello di equilibrio (macro)economico neoclassico</i>	p. 66
2.4.3. <i>L'inutilità della spesa pubblica in deficit: il 'punto di vista del Tesoro' britannico negli anni della Grande depressione</i>	p. 70
2.5. <i>La distinzione tra moneta e credito</i>	p. 72
2.6. <i>Risparmio e crescita economica</i>	p. 76

CAPITOLO 3

L'interpretazione ortodossa tedesca delle cause della crisi nell'Eurozona

1. <i>Risparmio, bolle speculative e crisi</i>	p. 83
2. <i>La distorsione dei meccanismi di funzionamento del mercato dei capitali</i>	p. 89
2.1. <i>Le analogie con l'ipotesi sull'esistenza di un eccesso di risparmio globale di Bernanke</i>	p. 89
2.2. <i>La difesa della virtù della parsimonia e l'assenza di un adeguato quadro normativo per il corretto funzionamento del mercato dei capitali</i>	p. 92
2.3. <i>La violazione delle norme del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea</i>	p. 97
2.3.1. <i>Le indebite ingerenze della Bce</i>	p. 98
2.3.2. <i>I salvataggi 'fiscali' dei paesi 'periferici' dell'Eurozona</i>	p. 104
3. <i>La critica all'approccio pragmatico della Cancelleria tedesca e delle autorità europee</i>	p. 106
4. <i>La ricetta tedesca per l'uscita dalla crisi</i>	p. 114
5. <i>La necessità di riformare l'attuale configurazione dell'Eurozona</i>	p. 119
5.1. <i>L'euro come trappola per i paesi aderenti all'Unione monetaria</i>	p. 119
5.2. <i>I vantaggi associati alla istituzione di un euro flessibile</i>	p. 126

PARTE SECONDA

L'Europa di Maastricht tra ritorno ai principi dell'economia 'classica' pre-keynesiana e influenze neoliberali tedesche degli anni '30

CAPITOLO 4

La concezione tedesca del ruolo dello Stato in economia

1. Introduzione p. 133
2. Nuovo 'consenso' macroeconomico e trattati europei p. 134
3. L'Eurozona come moderna reincarnazione del *gold standard* p. 142
4. Ordoliberalismo ed economia sociale di mercato p. 150
 - 4.1. *Potenziali contraddizioni ed equivoci derivanti dalla interpretazione tedesca sulle cause della crisi nell'Eurozona* p. 150
 - 4.2. *Il Colloque Walter Lippmann e il neoliberalismo delle origini* p. 155
 - 4.3. *Dagli anni del miracolo economico tedesco al Trattato di Maastricht: la perdurante influenza del neoliberalismo tedesco degli anni '30 del secolo scorso* p. 162

CAPITOLO 5

Ordoliberalismo e costituzione economica europea

1. La teoria dell'ordinamento e la politica dell'ordinamento negli scritti di Walter Eucken p. 167
 - 1.1. *La teoria dell'ordinamento* p. 167
 - 1.2. *La politica dell'ordinamento* p. 173
 - 1.2.1. *I principi costitutivi dell'ordinamento concorrenziale* p. 179
 - 1.2.2. *I principi regolatori dell'ordinamento concorrenziale* p. 190
 - 1.3. *I vincoli sistemici derivanti dalla decisione di politica economica generale* p. 194
2. La costituzione economica europea e le risposte di politica economica alla crisi p. 195
 - 2.1. *La riconducibilità della costituzione economica europea ai principi costitutivi e regolatori definiti da Walter Eucken* p. 195
 - 2.2. *Una risposta di politica economica coerente con le premesse dei trattati su cui si fonda l'Unione europea?* p. 205

CAPITOLO 6

L'economia sociale di mercato

- | | |
|--|--------|
| 1. L'economia sociale di mercato nella sua concezione originaria | p. 215 |
| 2. La radicalizzazione delle posizioni all'interno dell'arcipelago neoliberale | p. 221 |

PARTE TERZA

Da Wicksell al 'consenso' macroeconomico contemporaneo: la nuova età dell'oro del paradigma 'classico' pre-keynesiano

CAPITOLO 7

La banca nel modello macroeconomico pre-keynesiano: il contributo di Knut Wicksell

- | | |
|--|--------|
| 1. La banca come produttrice di potere d'acquisto | p. 231 |
| 2. La teoria dei fondi prestabili | p. 239 |
| 3. Lo squilibrio sul mercato del credito e il processo cumulativo di aumento del livello generale dei prezzi | p. 246 |
| 4. La 'norma wickselliana' e le condizioni di validità della teoria quantitativa della moneta | p. 250 |
| 5. La teoria quantitativa e la non neutralità a breve termine della moneta | p. 255 |

CAPITOLO 8

La *Teoria generale* di Keynes

- | | |
|---|--------|
| 1. Introduzione | p. 259 |
| 2. Il principio della domanda effettiva e l'equilibrio di sottoccupazione | p. 261 |
| 3. I fattori determinanti la domanda effettiva, il moltiplicatore degli investimenti e il paradosso del risparmio | p. 270 |
| 3.1. <i>La funzione del consumo</i> | p. 270 |
| 3.2. <i>La funzione degli investimenti</i> | p. 272 |
| 3.3. <i>Il moltiplicatore dell'investimento</i> | p. 275 |
| 3.4. <i>Il paradosso della parsimonia</i> | p. 278 |

4. Un diverso approccio alla determinazione del tasso di interesse	p. 281
4.1. <i>La fallacia dell'approccio 'classico' alla determinazione del tasso di interesse</i>	p. 281
4.2. <i>La teoria della preferenza per la liquidità</i>	p. 284
4.3. <i>La non neutralità della moneta e le condizioni di validità della teoria quantitativa</i>	p. 289
5. L'intrinseca instabilità delle economie capitaliste e le proposte di politica economica di Keynes	p. 292

CAPITOLO 9

Dalla 'vecchia' alla 'nuova' sintesi neoclassica

1. La 'vecchia' sintesi neoclassica	p. 305
2. Da Friedman e Lucas alla 'nuova' sintesi neoclassica	p. 317
2.1. <i>La curva di Phillips e il keynesismo 'idraulico'</i>	p. 317
2.2. <i>La rinascita del quantitativismo e la critica di Friedman alla curva di Phillips</i>	p. 320
2.3. <i>La Nuova macroeconomia classica e la teoria dei cicli economici reali</i>	p. 326
2.4. <i>La fase di contrapposizione tra la Nuova macroeconomia classica e la Nuova macroeconomia keynesiana e lo sviluppo di una 'nuova' sintesi neoclassica</i>	p. 333

CAPITOLO 10

Il modello del nuovo 'consenso' macroeconomico

1. Introduzione	p. 339
2. Il modello a tre equazioni del nuovo 'consenso' macroeconomico	p. 340
2.1. <i>Il breve periodo e il lato della domanda aggregata</i>	p. 340
2.2. <i>Il medio periodo e il lato dell'offerta aggregata</i>	p. 343
2.2.1. <i>L'equilibrio 'naturale' sul mercato del lavoro</i>	p. 343
2.2.2. <i>La derivazione della curva di Phillips di breve periodo</i>	p. 348
2.3. <i>La politica di stabilizzazione macroeconomica nel modello della 'nuova' sintesi neoclassica</i>	p. 357
2.3.1. <i>Dal monetary targeting all'inflation targeting</i>	p. 357
2.3.2. <i>La derivazione della regola ottimale di politica monetaria</i>	p. 368

2.3.3. <i>L'aggiustamento nel caso di uno shock alla domanda aggregata</i>	p. 373
2.3.4. <i>L'aggiustamento nel caso di uno shock all'offerta aggregata</i>	p. 375
3. Conclusioni	p. 378

PARTE QUARTA

Cicli finanziari e crisi economiche: le interpretazioni della ortodossia macroeconomica contemporanea e dell'eterodossia 'austriaca'

CAPITOLO 11

Il ruolo delle banche e della finanza nel modello del *mainstream* macroeconomico contemporaneo

1. Crisi bancarie e bolle speculative	p. 389
2. Banche, finanza e crescita economica	p. 407
2.1. <i>Il circuito di finanziamento diretto</i>	p. 409
2.2. <i>Il circuito di finanziamento indiretto</i>	p. 412
3. Due diverse prospettive sulle origini della Grande recessione e della crisi nell'Eurozona	p. 418
3.1. <i>La crisi nel mondo dell'equilibrio 'naturale' di medio periodo</i>	p. 419
3.2. <i>La crisi nel mondo 'keynesiano' di breve periodo</i>	p. 423
3.2.1. <i>Dall'ipotesi del 'savings glut' all'ipotesi del 'money glut'</i>	p. 423
3.2.2. <i>Bolle speculative e meccanismi di accelerazione finanziaria</i>	p. 430

CAPITOLO 12

La teoria 'austriaca' del ciclo e della crisi

1. I fondamenti microeconomici dei disordini macroeconomici	p. 441
2. Un approccio macroeconomico eterodosso alla teoria del capitale e della crescita	p. 450
2.1. <i>La struttura intertemporale della produzione e del capitale</i>	p. 451
2.2. <i>La crescita economica nel modello macroeconomico 'austriaco'</i>	p. 455
2.2.1. <i>L'equilibrio macroeconomico stazionario</i>	p. 455
2.2.2. <i>La crescita costante in presenza di investimenti netti positivi</i>	p. 458

2.2.3. <i>L'aumento del tasso di crescita indotto da un aumento della propensione al risparmio</i>	p. 460
3. Il ciclo economico e la crisi	p. 464

PARTE QUINTA
La crisi nella prospettiva della
'economia monetaria di produzione' di Keynes

1. Introduzione	p. 473
1.1. <i>La crisi nel contesto dell'economia di baratto statica dell'equilibrio economico generale neoclassico e dell'economia di baratto dinamica di derivazione 'austriaca'</i>	p. 473
1.2. <i>La necessità di sviluppare un modello teorico alternativo basato sulla non neutralità della moneta e della finanza</i>	p. 485
2. La natura monetaria del principio della domanda effettiva	p. 489
2.1. <i>I limiti delle spiegazioni keynesiane convenzionali sulla natura monetaria del principio della domanda effettiva</i>	p. 491
2.1.1. <i>Il principio della domanda effettiva e la teoria della preferenza per la liquidità</i>	p. 491
2.1.2. <i>Il principio della domanda effettiva e le caratteristiche della moneta-segno</i>	p. 492
2.1.3. <i>Il principio della domanda effettiva e la teoria sulla endogenità dell'offerta di moneta</i>	p. 498
3. Moneta e produzione	p. 508
3.1. <i>Le caratteristiche strutturali di una economia monetaria di produzione</i>	p. 508
3.2. <i>Joseph Alois Schumpeter: un economista austriaco 'diverso'</i>	p. 511
4. Un semplice modello macroeconomico Keynes-Schumpeter	p. 529
4.1. <i>Le funzioni di offerta e di domanda aggregata di Keynes</i>	p. 534
5. Risparmio, ricchezza e speculazione: il modello Keynes-Schumpeter nel lungo periodo	p. 537
5.1. <i>La relazione tra decisioni di risparmio e ricchezza</i>	p. 537
5.2. <i>Speculazione e crisi</i>	p. 542
6. Moneta e crisi	p. 546

Conclusioni	p. 551
Bibliografia	p. 567
Ringraziamenti	p. 639

Elenco delle figure

Figura 1	- La redistribuzione dei capitali nell'Eurozona dopo l'introduzione della moneta unica	p. 46
Figura 2	- Il mercato dei capitali internazionale	p. 50
Figura 3	- L'equilibrio (macro)economico generale neoclassico in una economia-grano	p. 58
Figura 4	- L'equilibrio (macro)economico generale neoclassico in presenza della moneta	p. 67
Figura 5	- L'equilibrio sul mercato dei capitali e sul mercato del credito nel contesto di una economia monetaria	p. 69
Figura 6	- Il 'punto di vista del Tesoro' britannico (<i>Treasury View</i>)	p. 71
Figura 7	- Il modello di crescita neoclassico di Solow	p. 78
Figura 8	- La mancata convergenza economica tra i paesi dell'Eurozona	p. 86
Figura 9	- Tassi di interesse sui titoli di Stato di durata decennale nei paesi dell'Eurozona, 1995-2011	p. 88
Figura 10	- Apprezziamenti e deprezzamenti reali del cambio di ciascun paese membro dell'Eurozona rispetto agli altri paesi membri, 1995-2007	p. 120
Figura 11	- Principi costitutivi e principi regolatori dell'ordinamento concorrenziale	p. 179
Figura 12	- Deficit del bilancio pubblico in rapporto al Pil nelle maggiori economie avanzate, 2007-2015	p. 213
Figura 13	- L'eccesso di offerta di fondi prestabili	p. 241
Figura 14	- L'equilibrio sul mercato dei fondi prestabili	p. 243
Figura 15	- L'equilibrio sul mercato del credito in un sistema monetario a elasticità illimitata	p. 245
Figura 16	- L'origine reale dello squilibrio sul mercato dei fondi prestabili	p. 248
Figura 17	- Il principio della domanda effettiva e la determinazione dell'occupazione e del salario d'equilibrio nella <i>Teoria generale</i>	p. 265
Figura 18	- La logica del processo di moltiplicazione del reddito	p. 276
Figura 19	- Il processo moltiplicativo del reddito associato a un aumento della spesa per beni di investimento	p. 277

Figura 20	- Il paradosso della parsimonia (o del risparmio)	p. 279
Figura 21	- L'impossibilità di determinare il tasso di interesse secondo i canoni della teoria 'classica'	p. 282
Figura 22	- La teoria della preferenza per la liquidità	p. 287
Figura 23	- Il modello <i>IS – LL</i> di Hicks	p. 306
Figura 24	- La <i>Teoria generale</i> e il tasso di interesse 'naturale' corrispondente all'equilibrio di piena occupazione	p. 308
Figura 25	- L'effetto Keynes	p. 311
Figura 26	- La 'trappola della liquidità'	p. 315
Figura 27	- La curva di Phillips come <i>menu</i> di politica economica	p. 319
Figura 28	- La <i>wage-setting curve (WS)</i> e la curva di offerta di lavoro 'classica'	p. 344
Figura 29	- L'equilibrio sul mercato del lavoro 'classico' e l'equilibrio in presenza di concorrenza imperfetta sui mercati del lavoro e dei beni	p. 347
Figura 30	- La curva di Phillips di breve e di lungo periodo nel modello del nuovo 'consenso' macroeconomico	p. 353
Figura 31	- La derivazione grafica della regola di politica monetaria (la curva <i>MR</i>)	p. 369
Figura 32	- Il processo di aggiustamento nel modello macroeconomico del 'consenso' nel caso di uno shock positivo permanente alla domanda aggregata	p. 373
Figura 33	- Il processo di aggiustamento nel modello macroeconomico del 'consenso' nel caso di uno shock all'offerta aggregata	p. 376
Figura 34	- Gli effetti di uno spostamento verso il basso della curva <i>WS</i>	p. 376
Figura 35	- Percentuale di paesi investiti da crisi bancarie sistemiche e non sistemiche ponderata in base alle rispettive quote sul reddito mondiale, 1900-2008	p. 390
Figura 36a	- La dinamica congiunta del credito bancario e del prezzo delle attività patrimoniali in un campione di economie industrializzate, 1970-2000	p. 395
Figura 36b	- La dinamica congiunta del credito bancario e del prezzo delle attività patrimoniali in un campione di economie industrializzate, 1970-2000	p. 396
Figura 37	- Il ciclo finanziario e il ciclo economico negli Stati Uniti, 1970-2011	p. 397

Figura 38 -	Il ciclo finanziario e il ciclo economico nel Regno Unito, in Germania, in Svezia e in Giappone, 1970-2009	p. 398
Figura 39 -	Dinamica del prezzo reale degli immobili residenziali in alcuni paesi dell'Eurozona, nel Regno Unito e negli Stati Uniti, Q1 1997 – Q4 2012, periodo base Q1 1997	p. 399
Figura 40 -	Dinamica dell'indebitamento settoriale in rapporto al Pil negli Stati Uniti, 1981-2011	p. 401
Figura 41 -	Tassi di interesse monetari ufficiali fissati dalla Fed e dalla Bce in confronto alle previsioni della regola di Taylor, 2001-2011	p. 427
Figura 42 -	Quota del reddito distribuita al lavoro salariato nelle maggiori economie avanzate, 1960-2013	p. 436
Figura 43 -	Investimenti in rapporto al Pil nelle maggiori economie avanzate, 1960-2013	p. 436
Figura 44 -	La concezione hayekiana della struttura intertemporale della produzione e del capitale	p. 452
Figura 45 -	L'equilibrio macroeconomico stazionario secondo gli economisti di scuola 'austriaca'	p. 456
Figura 46 -	La crescita a tassi costanti nel modello macroeconomico 'austriaco'	p. 459
Figura 47 -	L'effetto dell'aumentata propensione al risparmio sulla crescita economica nel modello macroeconomico 'austriaco'	p. 460
Figura 48 -	L'effetto di domanda derivato e l'effetto di sconto temporale sulla struttura intertemporale della produzione e del capitale 'austriaca'	p. 462
Figura 49 -	La teoria 'austriaca' del ciclo economico e della crisi	p. 466
Figura 50 -	La trappola da deflazione e lo <i>Zero Lower Bound</i> (ZLB)	p. 477
Figura 51 -	L'ipotesi di stagnazione secolare	p. 479
Figura 52 -	La derivazione delle funzioni di offerta e di domanda aggregata di Keynes (Capitolo 3 della <i>Teoria generale</i>)	p. 535

Elenco delle tabelle

- Tabella 1** - Aggiustamenti percentuali di prezzo in rapporto alla media dell'Eurozona richiesti ai fini del riequilibrio delle posizioni patrimoniali nette di alcuni paesi membri dell'Unione monetaria, Q3 2010 p. 121
- Tabella 2** - Variazioni percentuali del prezzo reale degli immobili residenziali in alcuni paesi dell'Eurozona, nel Regno Unito e negli Stati Uniti, Q1 1997 – Q4 2012 p. 399
- Tabella 3** - Dinamica dell'indebitamento settoriale in rapporto al Pil nell'Unione europea a 15 (escluso il Lussemburgo), 2000-2007 p. 401
- Tabella 4** - Ammontare degli aiuti di Stato autorizzati dalla Commissione europea in favore di istituti finanziari di paesi membri dell'Unione europea, ottobre 2008 – ottobre 2010, dati espressi in miliardi di euro p. 405
- Tabella 5** - Dinamica dei deficit e dei debiti pubblici in rapporto al Pil nell'Unione europea a 27 e nei paesi dell'Unione maggiormente investiti dalla crisi finanziaria internazionale, 2008-2010 p. 406

‘Educati gli uni a contatto con gli altri, liberati fin dalla più giovane età dai pregiudizi che dividono, iniziati alla bellezza e ai valori delle diverse culture, essi prenderanno coscienza, crescendo, della loro Solidarietà. Pur conservando l’Amore e la fierezza della loro Patria, diventeranno spiritualmente Europei, pronti a compiere e a consolidare l’opera intrapresa dai loro Padri per l’avvento di un’Europa Unita e prospera.’

Prima Pietra Scuola Europea di Varese, 23 marzo 1961

‘I migliori europei non sono i romantici, ma coloro che cercano soluzioni realistiche in accordo con le leggi dell’economia.’

Hans-Werner Sinn (2014)

‘Può ben darsi che la teoria classica rappresenti il modo nel quale vorremmo che la nostra economia si comportasse; ma supporre che essa di fatto si comporti così, significa supporre inesistenti le difficoltà con le quali abbiamo a che fare.’

John Maynard Keynes (1936)

Introduzione

1. Gli obiettivi della tesi

La crisi finanziaria scoppiata a seguito del crollo del mercato dei mutui *subprime* negli Stati Uniti non costituisce una rarità. Tuttavia, essa si distingue da tutte le altre che l'hanno preceduta nel secondo dopoguerra per essere la prima crisi finanziaria autenticamente globale dopo la Grande depressione degli anni '30 del secolo scorso. Le analogie tra gli eventi che hanno anticipato lo scoppio della Grande recessione e quelli che hanno preceduto la Grande depressione sono numerose (Eichengreen 2015). Infatti, entrambe le più importanti crisi economico-finanziarie dell'epoca moderna hanno avuto origine negli Stati Uniti. Inoltre, come negli anni '20 del secolo scorso, anche durante gli anni della cosiddetta Grande moderazione l'illusoria conquista della stabilità macroeconomica è stata accompagnata da un boom creditizio che ha permesso il finanziamento non solo dell'acquisto di nuovi beni capitali, ma anche, e soprattutto, il finanziamento dell'acquisto di beni di consumo durevoli, di immobili di nuova realizzazione e di titoli azionari di nuova emissione, o del loro trasferimento da precedenti possessori. La Grande recessione, come già la Grande depressione degli anni '30, è cioè stata preceduta da un periodo in cui l'apparente stabilità macroeconomica ha nascosto l'esistenza di un ciclo finanziario contraddistinto dallo sviluppo congiunto di bolle creditizie e di bolle azionarie e immobiliari che, una volta scoppiate, hanno prodotto una gravissima crisi bancaria sistemica su scala internazionale che, soprattutto nelle economie avanzate, è stata seguita da una profonda e prolungata caduta dei livelli del reddito e dell'occupazione.

Durante la fase più acuta della crisi, coincidente con i sei mesi successivi al fallimento di Lehman Brothers nel settembre del 2008, una nuova Grande depressione è stata impedita soltanto grazie all'attuazione di politiche monetarie e fiscali di ispirazione 'keynesiana'. Ma a seguito del summit del G20 tenuto a Toronto nel giugno del 2010, i timori relativi all'esplosione dei debiti pubblici hanno determinato una decisa sterzata verso l'adozione di politiche di austerità. Negli Stati Uniti, questa sterzata è però stata accompagnata da ampie dosi di pragmatismo nella gestione delle politiche di sostegno alla domanda aggregata. In Europa, invece, l'applicazione delle politiche di austerità si è tradotta nella riduzione ai minimi termini dei margini di discrezionalità in materia di politica fiscale e di politica sociale dei paesi membri dell'Unione.

Prendendo le mosse dalla reazione europea alla crisi, il presente lavoro persegue un duplice scopo. Il primo obiettivo è quello di mostrare come, nonostante nei circoli accademici e in quelli politico-economici delle *élites* tedesche ed europee si

faccia riferimento allo stesso apparato teorico-formale affermatosi universalmente dopo la controrivoluzione monetarista degli anni '70 del secolo scorso, il Trattato di Maastricht abbia dato vita a uno specifico paradigma politico-economico largamente ispirato alle lezioni tratte dai neoliberali tedeschi dalla crisi della Repubblica di Weimar e dallo scoppio della Grande depressione.

Negli anni '30 del secolo scorso, gli ordoliberali della Scuola di Friburgo hanno infatti sottolineato che, nel periodo precedente la Grande depressione, l'efficiente funzionamento delle economie di mercato è stato costantemente minacciato da distorsioni derivanti dallo sviluppo di forme di potere privato che sono sfociate in indebite intrusioni nella sfera della politica. Tali intrusioni hanno quindi finito per produrre pratiche collusive coinvolgenti il potere pubblico e quello privato, dando luogo alla proliferazione di politiche governative discrezionali in numerose aree di intervento che hanno condotto all'alterazione dei meccanismi di mercato che presiedono alla definizione dei prezzi relativi. Ne è conseguita una caduta della propensione a investire alla quale si è tentato di ovviare attraverso politiche macroeconomiche dirette ad assicurare la piena occupazione delle risorse produttive, ma col solo risultato di provocare ulteriori distorsioni nei processi allocativi di mercato che garantiscono la destinazione degli investimenti agli utilizzi maggiormente produttivi. Tra la metà degli anni '20 e l'inizio degli anni '30 del secolo scorso, la lunga serie degli esperimenti di politica economica congiunturale condotti nelle maggiori economie industrializzate avrebbe così finito per produrre la Grande depressione.

A giudizio degli esponenti della Scuola di Friburgo, la prima lezione da trarre dagli eventi che hanno condotto alla crisi catastrofica degli anni '30 consiste quindi nel riconoscere che i benefici della 'mano invisibile' possono manifestarsi soltanto nel quadro di una adeguata cornice istituzionale. Per gli ordoliberali, la politica economica deve perciò essere diretta alla codifica giuridica di una serie di principi conformi ai meccanismi di funzionamento delle economie di mercato individuati dalla tradizione neoclassica. Tali principi danno vita a una *costituzione economica* che si erge a garanzia dell'efficiente allocazione delle risorse produttive ai fini della massima soddisfazione del consumatore. Secondo questa prospettiva, la politica economica coincide con la politica dell'ordinamento (*Ordnungspolitik*), ed è compito dello Stato intervenire sulle *forme* dell'economia, ma non certo sulla pianificazione e sul controllo dei *processi* economici.

Nell'ambito del neoliberalismo tedesco degli anni '30, il 'liberalismo delle regole' sviluppato dalla Scuola di Friburgo era affiancato da un liberalismo di impronta maggiormente sociologica che sosteneva la necessità di realizzare una 'politica della vita' (*Vitalpolitik*) che consentisse di porre rimedio ai danni causati dal liberalismo classico con il suo disprezzo per le questioni sociali, etiche e spirituali. La seconda lezione da imparare dai rivolgimenti che hanno caratterizzato gli anni tra le due

guerre mondiali, derivava quindi dal riconoscimento della circostanza che, soprattutto dopo la conclusione della Grande guerra, non si potevano più eludere i problemi posti dalla massificazione e dalla proletarizzazione indotti dal processo di industrializzazione che ha caratterizzato l'ordine liberale del *laissez-faire* nel XIX secolo e nei primi decenni del XX secolo. Sin dagli anni '30 del secolo scorso, i neoliberali tedeschi hanno però chiarito in modo inequivocabile che, in nessun caso, le politiche di redistribuzione del reddito tendenti a favorire il progresso sociale devono mettere a repentaglio l'efficiente funzionamento dell'economia di mercato. Essi hanno quindi dato espressione a una filosofia sociale fortemente conservatrice che, pur differendo sensibilmente dalle forme di liberalismo fondamentaliste, è estremamente critica nei confronti del *Welfare State*, perché giudicato responsabile dei danni provocati all'ordine economico e sociale dal soffocamento dell'iniziativa individuale.

Nel secondo dopoguerra, i responsabili della politica economica tedesca si sono ampiamente ispirati alle concezioni neoliberali sviluppate durante gli anni '30 del secolo scorso. L'idea relativa alla necessità di un forte Stato regolatore e la filosofia sociale elaborate dai neoliberali tedeschi negli anni '30 rappresentano infatti i fondamenti dell'*economia sociale di mercato*, la formula, diretta a dare espressione a una 'terza via' tra il capitalismo liberale del *laissez-faire* e le concezioni che attribuiscono allo Stato il ruolo di pianificatore della produzione, che ha contraddistinto il periodo quasi ventennale (1949-1966) del miracolo economico tedesco (*Wirtschaftswunder*). La crisi nell'Eurozona ha rivelato che, ai giorni nostri, l'influenza del neoliberalismo tedesco degli anni '30 non è circoscritta alla sola Germania, ma che essa si estende anche alla realtà politico-economica di tutta l'Unione economica e monetaria europea.

Le norme dei trattati su cui si fonda l'Unione definiscono infatti una *costituzione economica* riconducibile ai principi individuati dagli esponenti della Scuola di Friburgo per tutelare l'efficienza dell'economia di mercato dallo sviluppo di forme di potere privato e da interventi di politica economica discrezionali. Le autorità tedesche e quelle europee si sono quindi mosse in base alla convinzione che la soluzione della crisi non possa passare attraverso interventi che incidono sui *processi* economici, ma attraverso nuove *regole* che consentano di colmare le lacune e le omissioni che hanno contribuito a causare la crisi. Per richiamare gli stati membri dell'Unione monetaria al rispetto di tali regole sono state introdotte procedure rinforzate rispetto a quelle previste dal Patto di stabilità e crescita.

Sulla base dell'esempio fornito dalla Germania all'inizio del nuovo millennio, nell'intento di garantire la diffusione dei benefici generati dal funzionamento delle economie di mercato, dopo lo scoppio della crisi gli stati 'periferici' Eurozona sono stati inoltre spinti verso l'adozione di un modello sociale molto diverso da quello tradizionalmente associato al 'capitalismo renano'. Un modello che è coerente con la

concezione originaria di economia sociale di mercato elaborata in Germania nel secondo dopoguerra.

In Europa, dunque, la crisi si è risolta in una sorta di regolamento dei conti con gli elementi del compromesso 'keynesiano' sopravvissuti alla controrivoluzione monetarista degli anni '70 del secolo scorso, fornendo l'occasione per la definitiva affermazione di una concezione del ruolo dello Stato in economia considerata imprescindibile per garantire che il processo di convergenza tra le economie europee si possa svolgere secondo canoni riconducibili a quelli sottostanti il funzionamento del *gold standard* 'classico'. Emblematiche, a questo proposito, sono le considerazioni espresse da Ludwig Erhard, ministro dell'economia tedesco durante gli anni del cancellierato di Konrad Adenauer (1949-1963), sulle inevitabili difficoltà che avrebbero caratterizzato il processo di integrazione europea:

Per un mercato libero e comune, occorre, come in passato per il regime aureo, non ricchezza e forza, ma solo la modesta nozione che né uno Stato, né un popolo possono vivere al di sopra delle «proprie condizioni». [...] Lo sviluppo tendenzialmente inflazionistico in alcuni paesi (con rigidi corsi dei cambi!) è da riferire non da ultimo anche alla concessione di prestazioni sociali superiori alla possibilità di rendimento dell'economia nazionale. [...] In America vige una massima che suona: *stability and convertibility begins at home*. È proprio ciò che manca in Europa. [...] Un paese membro può giungere ad essere *maturo per l'integrazione* soltanto quando è risoluto non solo a ristabilire il suo ordine interno, ma anche a conservarlo irrimovibilmente. [...] Si pensi, ad esempio, solo alla dottrina di Keynes, al *deficit spending*, alla «politica del danaro a buon mercato» con tutti gli annessi e connessi, e si comprenderà che sul nostro continente sarà certo straordinariamente difficile giungere a decisioni impegnative per tutti e a una risoluta politica unitaria.¹

Ai fini del processo di integrazione europea, nelle intenzioni tedesche, le 'regole del gioco' codificate nel Trattato di Maastricht erano dirette alla definizione un quadro di riferimento per certi versi superiore a quello del *gold standard* 'classico'. Da un lato, infatti, in mancanza di una vera e propria unione politica e fiscale, l'adozione della moneta unica si traduceva in una denazionalizzazione della moneta che implicava lo sganciamento dell'emissione di moneta dai governi nazionali dei paesi membri dell'Eurozona. Dall'altro, con l'adesione al Trattato di Maastricht, era molto più difficile abbandonare l'euro di quanto non lo fosse negli anni '20 e '30 del secolo scorso la sospensione della convertibilità aurea. L'impossibilità di ricorrere alla svalutazione della moneta nazionale avrebbe quindi dovuto spingere i paesi dell'Eurozona ad adottare politiche dirette al contenimento della spesa pubblica e alla riforma strutturale dello stato sociale e del mercato del lavoro in modo da garantire la crescita sostenibile di lungo periodo e il miglioramento della

¹ Erhard (1957) [1958], pp. 169, 172.

competitività dei prodotti e dei servizi domestici sui mercati internazionali. Dal punto di vista tedesco, riflesso nelle norme del Trattato di Maastricht, l'Unione monetaria non è stata concepita come un sistema basato sui trasferimenti di reddito dai paesi più ricchi a quelli più poveri (la tanto aborrita *Transferunion*), ma è invece nata per spingere i paesi membri ad aumentare la loro competitività perché potessero vivere 'entro i limiti dei propri mezzi'. L'onere dell'aggiustamento degli squilibri esterni che si sono accumulati nell'area dell'euro negli anni precedenti lo scoppio della crisi grava quindi sulle spalle dei paesi che, sino a oggi, si sono mostrati restii ad affrontare il programma di riforme implicitamente richiesto dalla adesione alla moneta unica.

Sebbene l'influenza del neoliberalismo tedesco degli anni '30 sulla politica economica tedesca ed europea sia innegabile, in Germania, la coerenza tra le riposte alla crisi e le premesse ordoliberali dei trattati su cui si fonda l'Unione è stata però oggetto di animati dibattiti. L'ortodossia accademica tedesca infatti sottolinea come, durante i primi mesi successivi allo scoppio della Grande recessione, la politica economica del governo tedesco sia stata guidata principalmente dalla volontà di salvaguardare gli interessi nazionali e di offrire un immediato supporto all'economia del paese. È in quest'ottica che vanno lette la politica fiscale espansiva e gli interventi di salvataggio del sistema bancario nazionale promossi dalla Cancelleria tedesca. Inoltre, nonostante la contrarietà a qualunque forma di emissione congiunta di titoli del debito pubblico (*Eurobonds*), il governo tedesco ha finito per supportare l'istituzione dei fondi di salvataggio emergenziali e del Meccanismo europeo di stabilità (MES) e, sia pure con sempre maggiore riluttanza e contro l'opposizione della *Bundesbank*, anche le politiche monetarie non convenzionali messe in atto dalla Bce.

A giudizio degli economisti conservatori tedeschi e della *Bundesbank*, le politiche di salvataggio orchestrate dalla Cancelleria tedesca, dalla Bce e dalla Commissione europea hanno avvantaggiato sfacciatamente non solo i debitori, ma anche i creditori dei paesi 'periferici' dell'Eurozona. Il cedimento della politica tedesca alle pressioni della *lobby* finanziaria internazionale è però considerato inaccettabile, perché il rispetto del principio di responsabilità impone che l'eventuale fallimento degli istituti bancari e dei governi dei paesi debitori venga sopportato dai loro creditori privati, ivi comprese le grandi banche e assicurazioni tedesche, e non dai contribuenti.²

² “[...] i salvataggi sono serviti non tanto alle popolazioni, quanto ai creditori stranieri e domestici degli stati dei paesi colpiti dalla crisi, che hanno potuto far valere i loro diritti grazie ai fondi messi a disposizione con i salvataggi. La responsabilità del creditore è il principio fondamentale dell'economia di mercato. Chi decide di prestare i propri soldi deve sopportare i danni nei casi in cui il debitore non sia in grado di rimborsare il prestito. È ingiusto che i contribuenti e i pensionati di altri stati si accollino i crediti dei creditori privati, affinché questi ultimi possano tagliare la corda. [...] la politica tedesca si è arresa alle pressioni della lobby finanziaria e degli altri stati europei. I

L'interpretazione tedesca più rigidamente ortodossa rifugge dalle spiegazioni semplicistiche che attribuiscono la crisi debitoria nell'area dell'euro esclusivamente a dissolte politiche di spesa pubblica condotte nei paesi 'periferici' dell'Eurozona. Pur sottolineando l'insufficiente disciplina fiscale di Grecia e Portogallo negli anni precedenti lo scoppio della bolla sul mercato immobiliare statunitense, l'ortodossia accademica tedesca riconosce che, in Europa, l'esplosione dei debiti pubblici successiva al 2007 è una *conseguenza* della Grande recessione seguita al fallimento di Lehman Brothers e degli interventi pubblici diretti a salvare numerosi istituti bancari finiti sull'orlo della bancarotta. Inoltre, si ammette la rilevanza dell'indebitamento privato rispetto a quello pubblico dei paesi 'periferici' dell'Eurozona. Ancor prima che crisi da eccesso di debiti sovrani, la crisi europea viene quindi considerata come una crisi di bilancia dei pagamenti le cui origini derivano da una distorsione dei meccanismi di funzionamento del mercato dei capitali europeo imputabile alle omissioni e agli errori del settore pubblico.

I piani di austerità e le riforme strutturali prescritti come condizione per l'accesso ai prestiti della Bce e ai programmi di salvataggio 'fiscali' rappresentano quindi soltanto un surrogato del tutto insufficiente a ripristinare gli equilibri distorti negli anni precedenti lo scoppio della crisi. Il riaggiustamento richiesto dalle circostanze è tale da poter essere imposto soltanto se gli attori del mercato dei capitali, nuovamente esposti alla piena responsabilità per le loro decisioni di investimento, disciplinano il comportamento dei debitori attraverso un drastico aumento dei tassi di interesse:

[...] soltanto se gli investitori rispondono in proprio per i rischi assunti con le proprie decisioni, essi pretenderanno tassi di interesse più elevati in caso di un eccesso di indebitamento, spingendo così i debitori a risparmiare. Soltanto questo meccanismo consente di impedire la formazione delle bolle creditizie, o di realizzare le riforme e gli adattamenti che si rendono necessari dopo lo scoppio di una bolla per assicurare la sopravvivenza dell'Eurosistema.³

francesi volevano salvare le loro banche, gli influenti attori finanziari della *City* di Londra si sentivano in grave pericolo. I non meno influenti attori finanziari di *Wall Street* hanno incalzato Obama che, a sua volta, ha incalzato la [cancelliera] Merkel. Le grandi banche e assicurazioni tedesche non hanno mancato di intervenire. Tutti questi soggetti hanno preferito farsi salvare dai contribuenti, piuttosto che rimettere ai loro debitori ormai insolventi una parte dei loro debiti. [...] Il collasso del sistema finanziario ci viene costantemente presentato come uno spauracchio da evitare ad ogni costo. Ma, in realtà, che cosa significherebbe questo collasso? Esso implicherebbe il fallimento di alcune banche. Qualche investitore perderà parte del proprio patrimonio, ma non sarebbe la fine del mondo. Dalla conclusione della seconda guerra mondiale ci sono stati circa 190 episodi di taglio del debito in 95 paesi. Tuttavia, il mondo non è mai finito lì. In definitiva si tratta di questo: Chi deve sopportare il pericolo? Gli stati o i sistemi bancari? E chi deve perdere il proprio patrimonio? Il cittadino comune, ovvero i pensionati e i contribuenti, o i prestigiatori della finanza?" (Sinn (2014b), pp. 56, 68, 115)

³ Sinn (2014b), p. 92.

In quest'ottica, l'aumento dei differenziali di tasso tra i titoli di Stato emessi dai paesi membri dell'Eurozona deve essere salutato come il segno della riaffermazione di verità economiche incontrovertibili, sempre destinate a imporsi sulle verità propagandate dalla politica:

[...] esistono verità politiche e verità vere. Le verità politiche nascono perché un numero sufficientemente elevato di politici se le racconta a vicenda, sino a quando i politici stessi, i media e la gente finiscono per crederci. Le verità vere derivano da fatti statistici, come da leggi dell'economia e da leggi proprie delle scienze naturali. [...] L'esistenza di verità economiche viene spesso messa in dubbio perché la scienza economica si occupa di politica, dando risposte che concorrono con le ideologie e con semplici giudizi di valore. Ma l'immagine stessa della figura dell'economista richiede che egli si spogli delle ideologie e dei giudizi di valore. [...] Da quando esiste la nostra disciplina, essa si trova in mezzo al conflitto tra il cosiddetto primato della politica e le leggi dell'economia. Non è stata soltanto la caduta della cortina di ferro a convincermi che, alla fine, le leggi dell'economia finiscono sempre per imporsi. Nel medio e lungo periodo, nessuna politica economica che contraddica le leggi dell'economia può avere successo. Esse sono tutte destinate a fallire – anche se i politici amano farci credere il contrario per poter differire la soluzione di problemi economici alle legislature future.⁴

La dogmatica accettazione da parte dell'ortodossia accademica e politica tedesca di incontrovertibili verità economiche desumibili dai precetti dell'economia neoclassica conduce alla definizione del secondo obiettivo perseguito con il presente lavoro, che consiste nella messa in discussione delle visioni del funzionamento delle moderne economie di mercato basate sull'idea che la moneta e la finanza rappresentino esclusivamente strumenti che consentono di ottimizzare le transazioni correnti e quelle intertemporali tra gli agenti economici, senza alterare la struttura di fondo del sistema economico, che resta quella di una economia di baratto (non importa se di natura *statica*, come nel caso del modello di equilibrio economico generale walrasiano, o se di natura *dinamica*, come nel caso dell'ordine di mercato spontaneo teorizzato dagli economisti eterodossi 'austriaci'). È infatti certamente curioso che, negli ultimi novant'anni, per ben due volte l'economia mondiale sia stata scossa da rovinose cadute dei livelli del reddito e dell'occupazione precedute da crisi bancarie e finanziarie internazionali legate allo scoppio di gigantesche bolle speculative, mentre, sia negli anni precedenti la Grande depressione che in quelli antecedenti la Grande recessione, il paradigma macroeconomico dominante era retto dal principio di neutralità della moneta e della finanza.

⁴ Sinn (2014b), pp. 13-14.

2. La struttura della tesi

Le fasi della Grande recessione e il punto di vista tedesco sulla crisi nell'Eurozona

La tesi è suddivisa in cinque parti. La prima parte si apre con un capitolo dedicato alla illustrazione delle fasi che, dallo scoppio della crisi dei mutui *subprime* nell'estate del 2007, hanno condotto alla Grande recessione dell'autunno-inverno 2008-2009 e alla successiva crisi debitoria nell'Eurozona.

Nel secondo capitolo si sottolinea come, negli anni immediatamente precedenti l'esplosione della crisi nell'area dell'euro, l'ortodossia accademica tedesca e internazionale e le autorità europee considerassero i crescenti squilibri esterni e i differenziali di inflazione che si stavano accumulando in Europa come la manifestazione virtuosa di un processo di convergenza tra i paesi 'centrali' e quelli 'periferici' dell'Eurozona. Secondo questa interpretazione, la raggiunta integrazione ed efficienza dei mercati finanziari europei conseguente all'introduzione della moneta unica stava consentendo di veicolare i risparmi realizzati nei paesi che presentavano un avanzo di parte corrente verso le aree dell'Unione monetaria caratterizzate da una minore intensità di capitale.

La tesi sulla convergenza tra le economie dell'Eurozona è figlia di una concezione tipicamente neoclassica dei processi di crescita delle economie di mercato che evidenzia il ruolo svolto dall'accumulazione di capitale fisico e la perdurante rilevanza attribuita al modello di crescita di Solow. Nel modello di Solow la crescita economica è determinata univocamente dal lato dell'offerta aggregata. La tecnologia esistente, che trova espressione in una funzione di produzione aggregata caratterizzata da rendimenti di scala costanti e rendimenti marginali positivi e decrescenti dei fattori della produzione (capitale e lavoro), consente la realizzazione di un determinato ammontare di beni, in parte destinato al consumo e in parte risparmiato per essere trasformato, attraverso l'investimento, in nuovi beni capitali che, al netto del deprezzamento, si aggiungono allo stock di capitale preesistente, permettendo quindi di aumentare la produzione futura di beni.

L'analisi neoclassica sulle determinanti della crescita economica non richiede necessariamente la presenza dei mercati. Infatti, è possibile immaginare una economia à la Robinson Crusoe, in cui un unico soggetto produce, consuma e investe la quota di prodotto risparmiata. Tuttavia, generalmente, l'aggettivo 'neoclassico' attribuito al modello di crescita di Solow fa riferimento a una serie di ipotesi standard relative all'esistenza di agenti razionali ottimizzanti che operano su mercati perfettamente concorrenziali. Il funzionamento del modello di Solow quindi presuppone l'esistenza di un equilibrio (macro)economico generale riferibile alla tradizione marginalista, le cui caratteristiche principali (la validità della legge di Say e

la dicotomia tra il settore reale e quello monetario dell'economia) vengono descritte in modo stilizzato nella seconda parte del secondo capitolo.

Prendendo le mosse dai lavori di Hans-Werner Sinn, uno tra i più prestigiosi e influenti economisti conservatori tedeschi contemporanei, nel terzo e ultimo capitolo della prima parte si analizza l'interpretazione ortodossa tedesca della crisi nell'Eurozona. Sinn spiega come, contrariamente alle aspettative alimentate dalla introduzione dell'euro, negli anni precedenti lo scoppio della crisi i risparmi intermediati dalle grandi banche e assicurazioni nord europee abbiano drogato artificialmente la crescita delle economie della 'periferia' europea favorendo, in particolare, la formazione di bolle immobiliari in Spagna e in Irlanda, e alimentando boom inflazionistici insostenibili che hanno privato i paesi 'periferici' dell'Unione monetaria della loro capacità competitiva nei confronti degli altri paesi dell'area dell'euro e del resto del mondo.

A giudizio di Sinn, l'inefficiente allocazione dei capitali seguita all'introduzione della moneta unica non rappresenta un fallimento del mercato, bensì un fallimento della politica, incapace di fornire una adeguata regolamentazione alle attività del sistema finanziario e di predisporre un quadro normativo che garantisca la corretta applicazione delle norme del Trattato di Maastricht. Dopo lo scoppio della crisi, la distorsione dei meccanismi di funzionamento del mercato dei capitali europeo è inoltre stata alimentata dalle indebite ingerenze della Bce e dai salvataggi 'fiscali' dei paesi 'periferici' dell'Eurozona.

La ricetta proposta per l'uscita dalla crisi dei paesi 'periferici' dell'Unione monetaria (austerità e riforme strutturali) riproduce quella adottata in Germania per superare la stagnazione economica che affliggeva l'economia nazionale all'inizio del nuovo millennio. Sotto la pressione dei mercati finanziari, il taglio alle spese nel settore pubblico, in primo luogo di quelle legate al *welfare*, dovrebbe permettere di ricostituire i risparmi necessari al finanziamento degli investimenti con capitali domestici, mentre la riforma del mercato del lavoro dovrebbe provocare un aumento dell'occupazione in corrispondenza di un più basso livello dei salari. Pertanto, la crescita delle 'periferie' europee non sarebbe più trainata da eccessi di spesa sostenuti artificialmente attraverso prestiti ottenuti dall'estero, ma dall'efficiente allocazione delle scarse risorse disponibili (lavoro e capitale).

Sinn tuttavia osserva che, date le circostanze che si sono venute a determinare, attualmente, in Europa, sia i paesi creditori che quelli debitori sono intrappolati nell'euro. I primi, perché condannati a continui trasferimenti di reddito a sostegno dei fondi pubblici di salvataggio e perché soggetti ai rischi di perdite legati ai prestiti concessi dalla Bce. I secondi, invece, perché impossibilitati a sopportare il peso politico dei costi associati alla caduta dei redditi e all'aumento della disoccupazione richiesti dal riaggiustamento necessario per il ripristino della competitività di prezzo delle produzioni nazionali.

Sinn quindi propone l'istituzione di un 'euro flessibile', una Unione monetaria 'aperta' che si colloca a mezza via tra il sistema monetario internazionale di Bretton Woods e l'unione monetaria statunitense. In questo modo, il riallineamento dei prezzi relativi potrebbe avvenire anche attraverso gli aggiustamenti dei tassi di cambio nominali, nel quadro di un sistema comunque più rigido di quello di un semplice sistema a cambi fissi tra differenti valute nazionali. In sostanza, la proposta di Sinn riecheggia il progetto di Unione monetaria a due velocità presentato nel settembre del 1994 al *Bundestag* dall'allora presidente del gruppo parlamentare della CDU/CSU Wolfgang Schäuble, e contenuto in un documento, redatto insieme a Karl Lamers, dal titolo *Überlegungen zur europäischen Politik (Riflessioni sulla politica europea)*. Il documento di Schäuble e Lamers prevedeva la costituzione di un 'nucleo duro' (*Kerneuropa*), costituito dalla Germania, dalla Francia e dai paesi del Benelux, che avrebbe proceduto all'integrazione monetaria, mentre i paesi della 'periferia' europea sarebbero potuti entrare nell'Unione monetaria soltanto dopo aver dimostrato di poter tenere il passo delle economie 'centrali'.

L'Europa di Maastricht tra ritorno ai principi dell'economia 'classica' pre-keynesiana e influenze ordoliberali tedesche degli anni '30

Partendo dagli elementi di analisi che emergono dalla interpretazione ortodossa tedesca delle cause della crisi nell'area dell'euro, nei tre capitoli della seconda parte della tesi si sottolinea come l'Europa contemporanea rifletta una concezione del ruolo dello Stato in economia che è figlia della rivisitazione di approcci di teoria e di politica economica e sociale che affondano le loro radici nel periodo tra le due guerre mondiali precedente la pubblicazione della *Teoria generale* di Keynes.

Nel quarto capitolo, in particolare, si mostra che gli obiettivi macroeconomici e le modalità della loro realizzazione definiti dai trattati su cui si fonda l'Unione europea si inseriscono a pieno titolo nel solco di un nuovo 'consenso' macroeconomico, ampiamente ispirato alla controrivoluzione monetarista degli anni '70 del secolo scorso, che ha condotto alla riaffermazione della validità del modello di equilibrio (macro)economico generale pre-keynesiano illustrato nel secondo capitolo di questo lavoro.

Tornando alle radici del movimento neoliberale, nel quarto capitolo inoltre si evidenzia che:

- (i) il ritorno alla fiducia nella capacità di autoregolamentazione dei mercati e, quindi, dell'idea che il sistema economico debba, per quanto possibile, essere liberato dai condizionamenti dell'intervento statale, non contrasta affatto con l'adozione di una prospettiva che postula la necessità della presenza di un forte Stato regolatore;

- (ii) non esiste contraddizione nemmeno tra la filosofia sociale sottostante il concetto di *economia sociale di mercato* sviluppato in Germania nel secondo dopoguerra (e ora accolto nell'articolo 3, terzo comma del Trattato sull'Unione europea) e la richiesta di riforme, anche radicali, dello stato sociale.

L'influenza del neoliberalismo tedesco degli anni '30 sui trattati europei e sulle modalità di gestione della crisi debitoria nell'Eurozona viene indagata in maggiore dettaglio nel quinto e nel sesto capitolo. Guardando alle opere di Walter Eucken, nel quinto capitolo si mostra come le norme dei trattati europei diano forma a una *costituzione economica* europea fedele ai principi di *teoria* e di *politica* dell'ordinamento elaborati dalla Scuola di Friburgo diretta a plasmare e a difendere il modello di funzionamento delle economie di mercato di ispirazione neoclassica. La riconducibilità della costituzione economica europea ai principi definiti dagli ordoliberali tedeschi consente inoltre di evidenziare la sostanziale coerenza tra le risposte di politica economica alla crisi adottate in Europa e le premesse ordoliberali su cui si fonda l'Unione economica e monetaria.

Nel sesto capitolo, infine, si approfondisce l'esame del concetto originario di economia sociale di mercato, facendo riferimento alla teorizzazione offertane da Alfred Müller-Armack e alla concreta applicazione datane da Ludwig Erhard durante gli anni del miracolo economico tedesco. Il sesto capitolo si chiude con la sottolineatura che, sin dalla sua costituzione durante il *Colloque Walter Lippmann* nel 1938, l'arcipelago neoliberale internazionale è stato attraversato da una linea di frattura che, nonostante la comune, incrollabile fiducia nei meccanismi di funzionamento dei mercati, sul piano della filosofia e della politica sociale ha contrapposto i neoliberali tedeschi agli ultraliberali austriaci e americani. Esiste infatti una sostanziale differenza tra coloro che, pur partendo da posizioni fortemente conservatrici, affermano la possibilità della realizzazione di obiettivi di giustizia e di sicurezza sociale subordinandola alla rigorosa salvaguardia dell'efficiente funzionamento dei mercati, e coloro che, invece, sostengono l'impossibilità di rimediare alla tensione tra l'uguaglianza formale e l'uguaglianza sostanziale attraverso una qualche forma di compromesso sociale, neppure se distinta dalla 'moderna follia dello Stato assistenziale', pena l'irrimediabile distorsione degli equilibri di mercato e la conseguente distruzione dell'ordine liberale.

*Da Wicksell al 'consenso' macroeconomico contemporaneo:
la nuova età dell'oro del paradigma 'classico' pre-keynesiano*

La terza parte della tesi apre la discussione sull'impossibilità di fornire una spiegazione convincente sulle origini della Grande recessione e della crisi

nell'Eurozona facendo riferimento a modelli di funzionamento delle moderne economie di mercato che postulano la neutralità della moneta e della finanza.

L'esame del modello di equilibrio (macro)economico neoclassico condotta nel secondo capitolo si basa sull'implicita assunzione che la coincidenza tra l'equilibrio sul mercato dei capitali e l'equilibrio sul mercato del credito, la rigida separazione tra il mercato del credito e il mercato della moneta e la validità della teoria quantitativa della moneta dipendano dalla netta distinzione tra il processo di creazione della moneta e il processo di creazione del credito. In altre parole, nel secondo capitolo si è implicitamente assunto che l'offerta di moneta sia strettamente esogena, perché coincidente con la disponibilità di metalli preziosi (oro e/o argento) o con la moneta legale creata da una autorità pubblica, la Banca centrale, che stampa banconote in regime di monopolio. Nel settimo capitolo, il fondamentale contributo di Knut Wicksell consente di approfondire l'analisi dell'equilibrio (macro)economico neoclassico tenendo conto della capacità di creazione endogena di moneta del sistema bancario.

Wicksell giunge a una riformulazione della teoria quantitativa della moneta partendo dalla contestazione dell'idea secondo cui l'offerta e la domanda di fondi prestabili costituiscono il semplice riflesso dell'offerta e della domanda di capitale reale, inteso come quota di beni prodotti non consumata. Pertanto, egli afferma la necessità di distinguere tra due tassi di interesse:

- (i) il *tasso di interesse 'naturale'*, che offre una misura del tasso di rendimento reale (*fisico*) dei beni capitali definita in relazione alla tecnologia di produzione adottata dalle imprese e che, quindi, rappresenta il prezzo di equilibrio per il mercato dei capitali, e
- (ii) il *tasso di interesse monetario*, che, invece, rappresenta il prezzo di equilibrio per il mercato del credito (o dei fondi prestabili).

Il livello del tasso di interesse monetario di equilibrio è funzione delle decisioni di politica monetaria della Banca centrale sia quando essa controlla la quantità di base monetaria sia quando essa invece definisce il prezzo al quale è disposta a immettere moneta legale nel sistema. La corrispondenza tra scarsità di risorse reali risparmiate e scarsità di disponibilità monetarie è quindi funzione della capacità delle autorità monetarie di mantenere il tasso di interesse monetario in linea con il livello del tasso di interesse 'naturale'. Wicksell mostra che, in caso di una discrepanza tra questi due tassi di interesse, si mette in moto un processo inflazionistico o deflazionistico cumulativo che può essere arrestato soltanto quando le autorità monetarie riportano il tasso di interesse monetario al livello corrispondente al tasso di interesse 'naturale'.

Grazie alla analisi di Wicksell è possibile considerare il modello di equilibrio (macro)economico neoclassico con riferimento al contesto istituzionale di una moderna economia monetaria, senza che ciò implichi la modifica delle

caratteristiche strutturali del sistema economico descritto dagli economisti marginalisti. Il livello del reddito continua infatti a essere deciso nella sfera della produzione, ovvero dal lato dell'offerta aggregata, in funzione di fattori esclusivamente reali (disponibilità di risorse produttive, tecnologia, gusti e preferenze degli agenti economici). Anche se si tiene conto della presenza della moneta di origine bancaria, l'investimento presuppone sempre la rinuncia al consumo di parte delle risorse reali prodotte e, quando il tasso di interesse monetario è uguale a quello 'naturale', l'equilibrio sul mercato del credito coincide ancora con l'equilibrio sul mercato dei capitali. Inoltre, vale la legge di Say e, a meno di eventi extra-economici, la rimborsabilità dei prestiti resta garantita dall'aumento di produzione realizzabile grazie alla tecnologia esistente. Infine, anche la natura dicotomica del sistema è confermata, perché, salvo fluttuazioni transitorie dei livelli del reddito e dell'occupazione, i fattori monetari e creditizi incidono soltanto sul livello generale dei prezzi.

L'ottavo capitolo è dedicato alla sintetica illustrazione dei contenuti della *Teoria generale* di Keynes. Per scardinare il modello ortodosso messo in crisi dagli eventi della Grande depressione, Keynes sviluppa una teoria di determinazione del reddito che implica il rovesciamento della legge di Say. Nella *Teoria generale*, Keynes dimostra che la domanda aggregata non coincide con ogni valore dell'offerta aggregata, ma con uno solo di essa. Per Keynes, gli sbocchi di mercato sono limitati ed è ogni domanda a creare la propria offerta e non viceversa. La validità del principio della domanda effettiva quindi implica che il sistema possa caratterizzarsi per la presenza di duraturi equilibri di sottoccupazione contraddistinti dalla presenza di disoccupazione involontaria.

Oltre alla descrizione delle determinanti delle singole componenti della domanda aggregata prese in considerazione da Keynes (la funzione del consumo e la funzione degli investimenti), nell'ottavo capitolo si illustrano il funzionamento del moltiplicatore degli investimenti, il paradosso del risparmio e il diverso approccio alla determinazione del tasso di interesse di Keynes. La definizione del principio della domanda effettiva e del moltiplicatore, e la conseguente inversione della relazione causale tra i risparmi e gli investimenti, infatti 'lasciano per aria' il tasso di interesse. Per ovviare a questo problema, Keynes sviluppa la teoria della preferenza per la liquidità.

Nella prefazione alla *Teoria generale*, Keynes spiega che il suo libro è diretto soprattutto ai suoi colleghi economisti, e che egli è mosso dallo scopo principale di trattare difficili questioni di teoria, e soltanto in secondo luogo le applicazioni di questa teoria alla pratica. Cionondimeno, proprio l'elaborazione di un quadro di riferimento teorico alternativo a quello dell'ortodossia 'classica', ha consentito all'economista di Cambridge di dare compiuta legittimazione a proposte di carattere normativo, già variamente avanzate durante la lunga crisi che ha attanagliato la Gran

Bretagna negli anni '20 del secolo scorso, ma che spesso erano state considerate come frutto di valutazioni estemporanee. L'ottavo capitolo quindi si chiude con una breve descrizione degli interventi di politica economica con cui Keynes pensava si potesse ovviare alla intrinseca instabilità che attanaglia le economie di tipo capitalista.

Le proposte di Keynes delineano una 'terza via' di ispirazione liberale del tutto antitetica a quella tracciata dai neoliberali tedeschi negli anni '30 del secolo scorso. Se si parte dall'idea che, nelle economie di mercato, le crisi possano essere figlie soltanto di fattori esogeni distorsivi, tra i quali figurano, anche e soprattutto, interventi di politica economica discrezionali, può aver senso ridurre la politica economica a politica dell'ordinamento, ovvero alla definizione di regole giuridiche poste a tutela di meccanismi di funzionamento automatici, inevitabilmente destinati a guidare il sistema verso una posizione di equilibrio giudicata 'naturale'. Ma se, come nella *Teoria generale*, il 'problema economico' non consiste più nella allocazione di una quantità 'naturale' di beni, ottenuta attraverso l'impiego ottimale delle scarse risorse disponibili, date la tecnologia e le preferenze individuali, ma piuttosto nella instabilità endogena di un sistema esposto alle fluttuazioni della domanda aggregata, allora anche il modo in cui si guarda all'intervento pubblico è radicalmente diverso.

Il nono capitolo descrive le tappe che, dopo la pubblicazione della *Teoria generale*, hanno condotto al progressivo allontanamento e all'abbandono degli elementi di analisi rivoluzionari contenuti nell'opera più nota di Keynes. A giudizio degli economisti della 'vecchia' sintesi neoclassica, l'equilibrio di sottoccupazione ipotizzato da Keynes nella *Teoria generale* è soltanto temporaneo, perché, nonostante l'accettazione della teoria del moltiplicatore e della teoria della preferenza per la liquidità, in conseguenza dell'esistenza di meccanismi di aggiustamento automatici (colti dall'*effetto Keynes* e dall'*effetto Pigion*), il sistema è destinato a ritornare alla condizione di equilibrio che caratterizza il modello macroeconomico di derivazione neoclassica. Pertanto, gli economisti della 'vecchia' sintesi neoclassica hanno ridotto la *Teoria generale* a una teoria in cui il mancato raggiungimento dell'equilibrio 'classico' è imputabile esclusivamente alla presenza di rigidità, frizioni e imperfezioni.

Lo svilimento dei contenuti della *Teoria generale* non si è però manifestato soltanto nella trasformazione di Keynes da teorico dell'intrinseca instabilità delle economie capitaliste a teorico delle rigidità che ostacolano temporaneamente i processi di aggiustamento verso l'equilibrio di piena occupazione definito dalla tradizione 'classica'. In aperto contrasto con i propositi dichiarati da Keynes, negli anni '50 e '60 del secolo scorso, gli economisti della 'vecchia' sintesi neoclassica hanno infatti confinato la rilevanza del suo contributo alle ricette di politica monetaria e di politica fiscale che possono essere dedotte dalla *Teoria generale*. Benché gli economisti della 'sintesi' pensassero che il sistema fosse in grado di raggiungere autonomamente l'equilibrio di piena occupazione, essi si mostravano però favorevoli a interventi

attivi di gestione della domanda aggregata che avrebbero permesso di raggiungere il pieno impiego in modo più rapido e socialmente meno costoso che non affidandosi completamente alle forze di mercato.

Con l'introduzione della curva di Phillips come *menu* di politica economica, la 'vecchia' sintesi neoclassica ha assunto i contorni del keynesismo 'idraulico' descritto da Allan Coddington (1976), un keynesismo, cioè, che, sulla base di una supposta stabilità delle relazioni macroeconomiche descritte dal modello *IS – LM*, riconduce le dinamiche analizzate da Keynes nella *Teoria generale* a processi meccanici 'idraulici' che regolano i flussi e le quantità globali che caratterizzano il sistema economico. Alla metà degli anni '60, si era dunque fatta strada l'idea che, seguendo le ricette di politica economica desumibili dalla *Teoria generale*, i problemi del ciclo e della crisi potessero ormai considerarsi un ricordo del passato e che, attraverso la gestione degli strumenti di politica fiscale e monetaria, le autorità di governo fossero in grado di stabilizzare l'economia in corrispondenza del livello di occupazione desiderato.

Tra la fine degli anni '50 e la metà degli anni '60 del secolo scorso, Milton Friedman e i monetaristi avevano però preparato il terreno alla riaffermazione della validità della teoria quantitativa della moneta e della teoria 'classica', falsificando il principio della domanda effettiva attraverso una serie di verifiche empiriche relative all'esistenza di una relazione diretta tra la quantità di moneta e il livello del reddito nominale.

Grazie alla critica alla curva di Phillips, sviluppata disgiuntamente da Edmund Phelps e dallo stesso Friedman, verso la fine degli anni '60 la falsificazione empirica del principio della domanda effettiva ricevette un importante supporto sul piano dell'analisi teorica. La critica alla curva di Phillips ha infatti condotto a una migliore specificazione dei modi in cui una variazione del tasso di crescita della quantità di moneta incide sulle grandezze reali e su quelle nominali del sistema, consentendo, al contempo, di sviluppare una teoria delle fluttuazioni cicliche all'interno di uno schema teorico di impronta 'classica' che richiama la distinzione tra effetti di breve e di lungo periodo di variazioni della quantità di moneta già messa in evidenza sin dai tempi di David Hume.

All'inizio degli anni '70, l'insorgenza del fenomeno della 'stagflazione', ossia la combinazione, fino ad allora mai osservata, tra aumenti del livello generale dei prezzi e fasi recessive o di crescita stagnante del prodotto nazionale, fece venir meno la convinzione che la curva di Phillips potesse descrivere una relazione stabile di lungo periodo tra disoccupazione e inflazione. La critica di Friedman trovò quindi conforto nei fatti, perché l'inflazione poteva davvero essere associata a valori del prodotto nazionale uguali o inferiori a quelli corrispondenti al tasso di disoccupazione 'naturale'. Dal punto di vista dei monetaristi e dei loro epigoni, le origini della stagflazione erano da imputare inequivocabilmente alla irresponsabile tendenza alla monetizzazione dei deficit di bilancio dovuti alle politiche fiscali di

sostegno alla domanda aggregata patrocinate dagli economisti della sintesi neoclassica.

Sulla scia del lavoro di Friedman, nel corso degli anni '70 Robert Lucas diede un impulso decisivo al processo di rielaborazione del paradigma 'classico', inaugurando un nuovo filone di letteratura macroeconomica poi divenuto noto come *Nuova macroeconomia classica* (NMC). Il programma di ricerca di Lucas ha portato alla formalizzazione dei primi *modelli macroeconomici dinamici e stocastici di equilibrio economico generale*, i cosiddetti modelli DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*).

Come quella dei monetaristi, anche la versione riveduta e corretta del modello di equilibrio (macro)economico generale pre-keynesiano sviluppata da Lucas prevede una spiegazione del ciclo economico. Infatti, a seguito di disturbi stocastici, in particolare di variazioni imprevedibili dell'offerta di moneta, pur formulando le loro aspettative in modo razionale e non in modo adattivo, anche nel modello di Lucas gli agenti economici sono impossibilitati a compiere le loro scelte in base a informazioni complete sui prezzi relativi. Lucas quindi sviluppa una teoria di *equilibrio* delle fluttuazioni del reddito e dell'occupazione, una teoria, cioè, in cui, in ogni momento, le scelte degli agenti economici restano ancorate a un processo di ottimizzazione intertemporale basato su tutte le informazioni, sia pur limitate, disponibili. In altre parole, data la percezione dei prezzi relativi, le variazioni della produzione e dell'occupazione riflettono sempre e comunque decisioni di offerta *volontarie* delle imprese e dei lavoratori. Secondo questa prospettiva, gli effetti reali di breve periodo sui livelli del reddito e dell'occupazione descritti da Hume ed evidenziati anche dai monetaristi si possono produrre soltanto se le autorità monetarie adottano misure che escono dagli schemi che gli agenti economici hanno incorporato nell'insieme informativo utilizzato per formulare le loro previsioni.

All'inizio degli anni '80 del secolo scorso, il venir meno di una relazione stabile tra la quantità di moneta e il reddito nominale aveva fortemente screditato la visione, comune a Friedman e a Lucas, che l'origine delle fluttuazioni cicliche del reddito e dell'occupazione andasse attribuita a shock causati dalle variazioni dell'offerta di moneta. Tuttavia, nel 1982 Kydland e Prescott diedero un nuovo impulso alla rielaborazione e alla rivalutazione del paradigma 'classico' attraverso lo sviluppo della cosiddetta teoria dei cicli economici reali, la *Real Business Cycle Theory* (RBCT).

La teoria dei cicli economici reali ha rivoluzionato la concezione convenzionale, generalmente accettata sino agli inizi degli anni '80 tra gli economisti di ispirazione neoclassica, secondo cui la crescita del reddito reale segue un *trend* deterministico di lungo periodo identificabile in base al modello di crescita di Solow, mentre gli scostamenti dai livelli 'naturali' del reddito e dell'occupazione sono causati da shock monetari che determinano fluttuazioni della domanda aggregata e, quindi, l'alterazione delle percezioni degli agenti economici sull'effettivo valore assunto dal salario reale e dai prezzi relativi.

Nel modello di Kydland e Prescott, la teoria della crescita esogena sviluppata da Solow e la teoria delle fluttuazioni cicliche della produzione e dell'occupazione vengono infatti integrate nell'ambito di uno stesso apparato analitico. In particolare, Kydland e Prescott mostrano che, nel contesto di mercati perfettamente concorrenziali, gli shock alla produttività inducono una risposta dinamica ottimizzante delle imprese e dei lavoratori che si manifesta attraverso variazioni della domanda di lavoro e la sostituzione intertemporale tra il lavoro e il tempo libero.

Come nei modelli dei monetaristi e degli economisti della NMC, la disoccupazione nasce quindi da scelte *volontarie* dei lavoratori. Ma poiché le variazioni cicliche del reddito e dell'occupazione rappresentano il risultato Pareto-efficiente di scelte massimizzanti effettuate da agenti economici razionali in risposta a frequenti shock dal lato dell'offerta aggregata, le fluttuazioni del reddito reale vengono considerate alla stregua di fluttuazioni del tasso di crescita 'naturale', piuttosto che deviazioni da un sentiero di crescita tendenzialmente costante. Di conseguenza, contrariamente a quanto suggerito dai monetaristi e dagli economisti della NMC, le fluttuazioni cicliche non vengono considerate come una fonte di inefficienza a causa della perdita di benessere legata all'incapacità degli agenti economici di valutare correttamente i prezzi relativi.

Con la RBCT la riabilitazione della legge di Say e dei principi dell'economia 'classica' raggiunse il suo apogeo. Ma dopo l'iniziale disorientamento prodotto dalla controrivoluzione teorica avviata da Friedman e dai monetaristi, negli anni '80 e '90 del secolo scorso un gruppo di economisti che si ispirava alla 'vecchia' sintesi neoclassica diede vita alla cosiddetta *Nuova macroeconomia keynesiana* (NMK). I 'nuovi keynesiani' erano convinti che, attraverso opportune modifiche, il paradigma della 'vecchia' sintesi neoclassica potesse offrire una spiegazione del ciclo economico molto più credibile di quella fornita dai modelli di equilibrio elaborati dagli economisti della NMC e della RBCT. Sulla scia delle conclusioni cui erano giunti gli economisti della 'vecchia' sintesi neoclassica, i 'nuovi keynesiani' diressero quindi la loro ricerca verso l'individuazione di una rigorosa teoria microeconomica che giustificasse le rigidità *nominali* e *reali* sul mercato del lavoro e sul mercato dei beni. In questo modo, si poteva riaffermare la rilevanza delle fluttuazioni della domanda aggregata ai fini della spiegazione delle fluttuazioni cicliche dei livelli del reddito e dell'occupazione, e si poteva anche sottolineare la potenziale utilità della politica monetaria e della politica fiscale.

Tra la fine del ventesimo secolo e l'inizio del nuovo millennio, la fase di forte contrapposizione tra gli economisti della NMC e della RBCT e gli economisti della NMK ha lasciato spazio a una fase caratterizzata dalla definizione di una 'nuova' sintesi neoclassica che ha dato luogo alla elaborazione di un modello DSGE che raccoglie un ampio consenso tra gli economisti del *mainstream* contemporaneo.

Nel moderno approccio macroeconomico del ‘consenso’ le modalità di funzionamento dell’economia mutano al variare dell’orizzonte temporale considerato. Orientativamente, è necessario distinguere tra un *lungo periodo* che copre alcuni decenni, un *medio periodo* corrispondente a un singolo decennio e un *breve periodo* invece equivalente a un arco temporale di alcuni anni.

Sul piano analitico, questa distinzione implica l’utilizzo di tre diversi modelli per la comprensione dei meccanismi che guidano le dinamiche di una moderna economia di mercato. Nel *lungo periodo*, il processo di crescita economico viene descritto partendo dal modello di crescita di Solow e dalle sue successive estensioni che consentono di spiegare la natura endogena del progresso tecnologico. Dato lo stock di capitale, nel *medio periodo* il livello del reddito è determinato in funzione dei fattori strutturali che determinano la domanda e l’offerta sul mercato del lavoro quando i prezzi e i salari nominali sono perfettamente flessibili. Pertanto, vale la legge di Say e ‘ogni offerta crea la propria domanda’. Nel *breve periodo*, infine, la logica di funzionamento del sistema viene ribaltata, perché, a causa della temporanea rigidità dei salari e dei prezzi, l’economia è caratterizzata da oscillazioni del reddito e dell’occupazione imputabili a shock che colpiscono la domanda o l’offerta aggregata. In altre parole, nel breve periodo vale il principio della domanda effettiva ed è ‘ogni domanda a creare la propria offerta’.

Il decimo capitolo contiene una descrizione delle tre relazioni (una funzione di domanda aggregata, una curva di Phillips che riflette il lato dell’offerta aggregata, e una regola di condotta ottimale della politica monetaria assimilabile alla cosiddetta *regola di Taylor*) che, nell’attuale modello DSGE del ‘consenso’ macroeconomico, caratterizzano le dinamiche di breve e di medio periodo di una moderna economia di mercato.

Non vi è dubbio che, per quanto una parte di studiosi considerasse il modello *IS – LM* come una versione ‘bastardizzata’ del pensiero di Keynes, per effetto della rilevanza attribuita alle politiche macroeconomiche di gestione della domanda aggregata dirette al raggiungimento di un livello di occupazione considerato socialmente congruo, negli anni ’60 del secolo scorso la maggioranza degli economisti pensasse che, nella contrapposizione con i monetaristi, esso fornisse una rappresentazione corretta del punto di vista ‘keynesiano’.

L’analisi condotta nel decimo capitolo però mostra che con la ‘nuova’ sintesi neoclassica vengono rescissi anche i legami con il keynesismo ‘idraulico’ degli anni ‘60. Nel modello del nuovo ‘consenso’ macroeconomico viene infatti meno ogni riferimento alla curva di Phillips come *menu* di politica economica. Anche se le imperfezioni evidenziate dai ‘nuovi keynesiani’ sono di natura diversa da quelle di carattere informativo messe in luce dai monetaristi, come per questi ultimi, anche per i ‘nuovi keynesiani’ il *trade-off* tra disoccupazione e inflazione è un fenomeno limitato soltanto al breve periodo. Di conseguenza, ogni velleità di utilizzare gli

strumenti della politica macroeconomica per manovrare la domanda aggregata in modo da conseguire un livello di occupazione superiore a quello certificato dalle stime sul tasso di disoccupazione ‘naturale’ deve essere abbandonata.

La politica di *fine-tuning* della domanda aggregata, condotta non più attraverso l’uso privilegiato degli strumenti della politica fiscale, ma soltanto attraverso la manovra dei tassi di interesse ufficiali controllati dalle autorità monetarie, deve essere diretta esclusivamente alla eliminazione di ogni influenza prodotta sul tasso di inflazione dalle deviazioni del reddito e dell’occupazione dai loro livelli ‘naturali’. Le uniche politiche economiche che possono spostare il sistema su un più elevato sentiero di equilibrio ‘naturale’ sono quelle strutturali dirette a rimuovere le imperfezioni legate alle forme di mercato, e in particolare le imperfezioni che caratterizzano il mercato del lavoro. In sostanza, nel modello della ‘nuova’ sintesi neoclassica, la politica economica serve per riprodurre le caratteristiche dell’equilibrio (macro)economico generale pre-keynesiano che, alla vigilia della Grande depressione, rappresentava il modo in cui l’ortodossia neoclassica dell’epoca concepiva il funzionamento di una economia di tipo capitalista.

Cicli finanziari e crisi economiche:

le interpretazioni dell’ortodossia macroeconomica contemporanea e dell’eterodossia ‘austriaca’

Nel 2008-2009, la Grande recessione che ha colpito l’economia mondiale sembrava saltare fuori dal nulla. Infatti, una crisi economica globale scatenata dallo scoppio di una gigantesca bolla immobiliare negli Stati Uniti, e dalla conseguente paralisi del settore bancario e finanziario delle maggiori economie avanzate, non trovava alcuna spiegazione nell’ambito di un modello macroeconomico, quello della ‘nuova’ sintesi neoclassica, in cui la moneta, il credito bancario, la finanza e le bolle speculative non svolgono alcun ruolo ai fini della spiegazione delle fluttuazioni del reddito e dell’occupazione.

L’undicesimo capitolo, il primo che dà corpo alla quarta parte di questo lavoro, pertanto si apre con la descrizione dei cicli finanziari che, non solo negli Stati Uniti, ma anche in Europa, hanno accompagnato il periodo di apparente stabilità della cosiddetta Grande moderazione.

Anche se, nel modello macroeconomico della ‘nuova’ sintesi neoclassica, l’analisi delle fluttuazioni cicliche del reddito e dell’occupazione prescinde da considerazioni relative al settore finanziario, negli anni precedenti lo scoppio della crisi un’ampia letteratura di natura sia teorica che empirica ha sottolineato l’importanza dei legami tra il grado di sviluppo finanziario e il processo di crescita delle economie capitaliste. Nell’ambito del quadro di analisi definito dal *mainstream* macroeconomico contemporaneo, la finanza quindi assume rilevanza nel mondo di medio periodo in cui i salari e i prezzi sono assunti come perfettamente flessibili. Infatti, è nel mondo

di equilibrio di medio periodo caratterizzato dalla validità della legge di Say che le risorse non consumate vengono veicolate verso le imprese che intendono utilizzarle a scopi di investimento, mettendo così in moto l'accumulazione di capitale fisico che sta alla base del processo di crescita economica descritto nel modello di Solow. Eliminando, o quanto meno riducendo sensibilmente, le frizioni associate alla dimensione temporale dei contratti di credito, il sistema finanziario favorisce l'allocazione più efficiente possibile degli scarsi capitali disponibili e, di conseguenza, significativi guadagni di produttività a livello aggregato. In altri termini, il sistema finanziario svolge un ruolo fondamentale, perché affida i capitali disponibili ai soggetti che offrono le maggiori garanzie ai fini della massimizzazione delle quantità prodotte.

Nell'undicesimo capitolo si sottolinea come, nell'ambito della letteratura *mainstream*, l'esistenza di circuiti di finanziamento diretti e indiretti abbia ispirato due filoni di ricerca che riflettono giudizi contrapposti sulla capacità dei mercati e degli intermediari finanziari di allocare gli scarsi capitali disponibili in modo ottimale.

Un primo filone di letteratura lega l'efficienza allocativa del sistema finanziario alla capacità degli agenti economici di effettuare valutazioni razionali dei progetti di investimento delle imprese sulla base di tutte le informazioni disponibili. Poiché i prezzi di mercato delle azioni e delle obbligazioni riflettono tali valutazioni essi vengono considerati i migliori indicatori possibili del valore di un investimento. Un secondo filone di letteratura, nato dai contributi dei 'nuovi keynesiani', invece parte dalla considerazione che il finanziamento diretto delle unità in deficit è ostacolato dalla presenza di asimmetrie informative *ex ante* ed *ex post*. Secondo questa diversa prospettiva, la selezione e il controllo dei debitori che offrono le maggiori garanzie di capacità e di onestà è perciò meglio garantita dalla istituzione di un circuito di finanziamento indiretto caratterizzato dalla centralità del rapporto banche-imprese.

Dall'inizio degli anni '90 del secolo scorso, in tutte le economie avanzate l'evoluzione dei sistemi finanziari è però stata contraddistinta dalla affermazione del modello di banca universale e, quindi, non tanto da una contrapposizione tra circuiti di finanziamento diretti e indiretti, ma dallo spostamento verso relazioni di natura complementare tra banche e mercati. Negli anni più recenti, la conferma più evidente della crescente complementarietà tra banche e mercati è venuta dalla diffusione della pratica della cartolarizzazione e dal conseguente passaggio delle banche dal modello di operatività di tipo 'eroga e detieni' (*originate and hold*) al modello di operatività di tipo 'eroga e distribuisce' (*originate and distribute*).

Indipendentemente dalla evoluzione morfologica dei sistemi finanziari, la crisi finanziaria globale seguita al crollo del mercato immobiliare statunitense e l'esplosione della crisi debitoria nell'Eurozona hanno tuttavia messo a dura prova le tesi dominanti circa l'efficienza allocativa garantita dai circuiti di finanziamento diretti e indiretti. Le grandi banche universali internazionali sembrano infatti aver

completamente fallito sia in veste di intermediari specializzati nella raccolta di informazioni sulla redditività e solvibilità dei propri debitori, sia in qualità di attori razionali che selezionano il loro portafoglio titoli (azioni, obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, derivati) in base a tutte le informazioni disponibili sul valore fondamentale dei titoli stessi.

Tutte le interpretazioni sulle origini della Grande recessione e della crisi nell'Eurozona elaborate dagli economisti fedeli all'ortodossia di ispirazione neoclassica mettono in luce la natura speculativa delle attività condotte dalle grandi banche e dagli istituti finanziari che hanno dato vita al cosiddetto 'sistema bancario ombra' (*shadow banking system*). La marcata tendenza alla speculazione degli attori del sistema finanziario internazionale si è manifestata attraverso:

- (i) la concessione di prestiti eccessivamente rischiosi a famiglie e imprese (non finanziarie e finanziarie) prive dei necessari requisiti di solvibilità;
- (ii) la corsa all'acquisto di titoli caratterizzati da un continuo rialzo delle loro quotazioni;
- (iii) l'adozione di un elevatissimo grado di leva finanziaria.

Gli economisti appartenenti al *mainstream* contemporaneo hanno tentato di giustificare le evidenti contraddizioni tra la teoria ortodossa della banca e dell'intermediazione finanziaria e l'effettiva condotta degli attori del sistema finanziario internazionale, facendo riferimento a cause esogene invariabilmente imputate a errori o a ingerenze del settore pubblico.

Partendo dal quadro analitico che emerge dal modello del nuovo 'consenso' macroeconomico, è possibile individuare due distinte chiavi di lettura sulle cause che hanno prodotto la crisi finanziaria ed economica sfociata nella Grande recessione e nella crisi dell'Eurozona.

Una prima prospettiva è quella secondo cui i fenomeni speculativi osservati negli Stati Uniti e in Europa sono figli di un eccessivo afflusso di risparmi dai paesi che, negli anni precedenti l'esplosione della crisi, hanno accumulato ingenti avanzi di parte corrente. Si tratta di una analisi condotta in termini eminentemente *reali* che, nell'ambito del modello macroeconomico della 'nuova' sintesi neoclassica, fa riferimento al mondo dell'equilibrio 'naturale' di medio periodo, al mondo, cioè, in cui vale la legge di Say, in cui l'investimento presuppone la rinuncia al consumo di una parte delle risorse prodotte, e in cui le banche si limitano a svolgere una attività paragonabile alla pura intermediazione delle risorse risparmiate.

La responsabilità per l'inefficiente allocazione delle risorse risparmiate è attribuita al settore pubblico, vuoi perché incapace di regolare adeguatamente le attività del settore finanziario, o perché, attraverso un eccesso di regole non conformi al corretto funzionamento dei mercati, ha spinto le banche a destinare una quota eccessiva di prestiti a determinati gruppi sociali o a determinate minoranze etniche.

Secondo una diversa prospettiva, nei periodi ascendenti di un ciclo finanziario la variazione netta dello stock di credito eccede considerevolmente il livello del reddito e, quindi, in misura ancora maggiore, il livello dei risparmi, che rappresenta soltanto una frazione del reddito nazionale. Per capire le radici della crisi finanziaria scoppiata negli Stati Uniti e dell'accumulo di debiti pubblici e privati nei paesi 'periferici' dell'Eurozona, è quindi necessario abbandonare le analisi condotte in termini reali per tenere esplicitamente conto dei fattori monetari e finanziari, e in particolare dell'eccessiva estensione dei margini di elasticità che hanno contraddistinto la capacità di erogare finanziamenti del sistema creditizio e finanziario internazionale

Anche nell'ambito di questa seconda prospettiva, le responsabilità pubbliche per lo scoppio della crisi possono essere ricondotte ai difetti e/o agli eccessi della regolamentazione in materia finanziaria, ma non tanto perché avrebbero distorto i meccanismi di allocazione di risorse precedentemente risparmiate, quanto perché avrebbero amplificato gli effetti prodotti dalla politica di bassi tassi di interesse praticata dalla Fed e dalla Bce.

Si tratta di una interpretazione che mette in luce le similitudini tra la teoria monetaria e creditizia di Wicksell e le caratteristiche del moderno modello macroeconomico del 'consenso', perché, negli anni della Grande moderazione, la differenza tra i tassi di interesse ufficiali fissati dalla Fed e dalla Bce e i tassi di interesse richiesti da una corretta applicazione della *regola di Taylor* si sarebbe riflessa nella discrepanza tra i tassi di interesse monetari e i tassi di interesse 'naturali' rappresentativi dell'equilibrio sul mercato dei capitali statunitense e su quello europeo.

Le condizioni di accesso troppo favorevoli ai prestiti presso le rispettive banche centrali avrebbero così consentito agli istituti finanziari statunitensi ed europei di disporre di una quantità sovrabbondante di liquidità che avrebbe causato l'intreccio tra le bolle creditizie e le bolle speculative osservate negli anni che hanno preceduto lo scoppio della crisi. La Grande recessione e la crisi nell'Eurozona non sarebbero quindi figlie di un eccessivo accumulo di risparmi (*savings glut*), bensì di una sproporzionata creazione di mezzi monetari (*money glut*).

L'analisi di Wicksell è tuttavia di scarso aiuto ai fini della spiegazione della Grande recessione e della crisi nell'Eurozona. Durante gli anni della Grande moderazione, infatti, sia negli Stati Uniti che in Europa la supposta differenza tra i tassi di interesse monetari e quelli 'naturali' non solo non è stata accompagnata da un aumento cumulativo dell'inflazione, ma, in corrispondenza del punto di svolta del ciclo finanziario, essa ha infine condotto a un drammatico crollo della domanda aggregata.

Inoltre, la struttura del modello della 'nuova' sintesi neoclassica implica che, nel caso di una differenza tra il tasso di interesse monetario e il tasso di interesse

‘naturale’, gli effetti di una politica monetaria eccessivamente espansiva si producano nel mondo di breve periodo ‘keynesiano’ in cui vale il principio della domanda effettiva, e non più nel mondo di medio periodo dell’equilibrio (macro)economico ‘wickselliano’ caratterizzato dalla validità della legge di Say. Ma in un mondo in cui è l’investimento a precedere e determinare il risparmio, e non viceversa, cade necessariamente la validità di qualunque teoria della finanza basata sulla *intermediazione* (sia diretta che indiretta) della quota del reddito nazionale non consumata, o sulla necessità che la disponibilità di mezzi monetari corrisponda alla scarsità delle risorse reali risparmiate. In altre parole, nel mondo di breve periodo ‘keynesiano’ il finanziamento degli atti di spesa è necessariamente svincolato da qualunque considerazione relativa al risparmio.

Tuttavia, nel dodicesimo capitolo si sottolinea che, guardando agli insegnamenti della scuola eterodossa ‘austriaca’, è possibile fornire una interpretazione delle cause della crisi basata sulla distinzione wickselliana tra tasso di interesse monetario e tasso di interesse ‘naturale’, senza con ciò disconoscere l’importanza attribuita ai meccanismi di allocazione delle risorse risparmiate.

Rispetto alla moderna ortodossia accademica di ispirazione neoclassica, l’eterodossia ‘austriaca’ si manifesta:

- (i) attraverso un diverso approccio metodologico alla descrizione dei meccanismi che regolano il funzionamento del mercato, e
- (ii) attraverso un approccio alla macroeconomia contraddistinto dal rifiuto della distinzione tra breve e lungo periodo che si riflette nella negazione della validità del principio della domanda effettiva e delle sue implicazioni.

In maggior dettaglio, nel dodicesimo capitolo si mostra che, sul piano delle dinamiche microeconomiche, gli economisti di scuola ‘austriaca’ prendono le distanze dal determinismo che, a loro giudizio, è inevitabilmente associato al concetto di equilibrio economico generale walrasiano, preferendo piuttosto adottare una teoria del *processo* di mercato basata sul concetto di *ordine spontaneo*.

Sostanzialmente, dal punto di vista della scuola ‘austriaca’, la teoria dell’equilibrio economico generale walrasiana illustra il funzionamento di una economia di baratto *statica*, assimilabile alle dinamiche che contraddistinguono le comunità tradizionali, ovvero il funzionamento di una sorta di ‘economia del villaggio’ caratterizzata dalla produzione di pochi beni destinati a soddisfare una serie di bisogni elementari e in cui la produzione e gli scambi avvengono in condizioni di certezza. Una economia, quindi, che si presta a essere descritta attraverso modelli che contemplano la produzione, il consumo, il risparmio e l’investimento di un unico bene omogeneo, come nel caso del paradigma ‘classico’ della economia-grano.

Gli economisti di scuola ‘austriaca’ invece muovono da una prospettiva soggettivista basata sul riconoscimento della complessità delle moderne economie di

mercato. In un ambiente caratterizzato dalla divisione del lavoro e da continui cambiamenti, la conoscenza dei dati economici su cui si fonda l'azione umana è dispersa tra milioni di individui, ciascuno dei quali può essere certo soltanto delle circostanze di tempo e di luogo in cui opera. Per gli economisti 'austriaci', l'economia quindi non ha per oggetto lo studio delle scelte di soggetti razionali e perfettamente informati, ma l'analisi del comportamento di individui che affrontano un futuro strutturalmente incerto e, che per questo motivo, cercano di impiegare i mezzi di cui dispongono per realizzare i loro fini attraverso un procedimento che ammette tentativi ripetuti ed errori. Di conseguenza, la teoria del mercato di matrice 'austriaca' è una teoria in cui la concorrenza viene concepita come un *processo di scoperta dinamico* che, attraverso gli scambi, favorisce la diffusione delle informazioni relative ai prezzi e alle quantità, e, quindi, l'aggiustamento spontaneo dei piani individuali di produzione e di consumo.

Mentre nel modello di equilibrio economico generale di derivazione neoclassica la figura imprenditoriale non trova spazio, nella tradizione 'austriaca' il protagonista principe del processo di accrescimento della conoscenza messo in moto dall'interazione spontanea di mercato è proprio l'imprenditore. Attraverso i segnali forniti dai prezzi, l'imprenditore cerca di cogliere le opportunità di profitto *puro* offerte da precedenti errori imprenditoriali emersi in un ambiente di mercato incerto, caratterizzato da incessanti cambiamenti nei gusti e nei bisogni dei consumatori, nella disponibilità di risorse e nelle conoscenze tecnologiche. A tal fine, egli indirizza le scarse risorse disponibili verso la produzione di quei beni che soddisfano le preferenze espresse dai consumatori meglio di quanto non siano in grado di fare i suoi concorrenti.

Sebbene, a differenza dell'approccio walrasiano, quello 'austriaco' configuri l'esistenza di una economia di baratto *dinamica* e non già *statica*, gli economisti di scuola 'austriaca' ritengono che l'ordine spontaneo generato dal processo di mercato tenda comunque verso la condizione di equilibrio descritta dagli economisti neoclassici. In altri termini, il tradizionale modello di equilibrio concorrenziale viene considerato come risultato approssimato, piuttosto che come necessario punto di partenza per l'analisi del funzionamento dei mercati.

Inoltre, grazie alla funzione segnaletica esercitata dai prezzi, il gioco di mercato non dà luogo a un gioco a somma zero, ma a un gioco che, nel tempo, garantisce la crescita della posta da dividere tra gli agenti economici.

I prezzi di mercato, infatti, non veicolano soltanto informazioni sulle preferenze dei consumatori e, quindi, su *cosa* produrre, ma anche informazioni sul *modo* in cui deve essere organizzato il processo di produzione. Gli imprenditori, infatti, possono scegliere di strutturare il processo produttivo secondo metodi più diretti o più indiretti, 'accorciando' o 'allungando' il periodo di produzione a seconda delle scelte intertemporali di consumo e di risparmio formulate dagli agenti economici. Per gli

economisti di scuola ‘austriaca’, il prezzo rilevante per la sincronizzazione delle preferenze relative ai consumi presenti e futuri e la ‘lunghezza’ della struttura della produzione è il tasso di interesse che garantisce l’equilibrio sul mercato del credito.

La teoria macroeconomica ‘austriaca’ ha fondamenta di tipo eminentemente microeconomiche, perché la crescita economica dipende dai meccanismi di mercato che consentono la destinazione delle risorse reali risparmiate alla realizzazione di processi produttivi ‘più lunghi’. Tuttavia, è possibile che degli squilibri monetari indeboliscano la funzione segnaletica svolta dai tassi di interesse, minando il processo di coordinamento intertemporale tra i programmi di produzione degli imprenditori e le preferenze riguardanti le decisioni di consumo presenti e future degli agenti economici.

Nel dodicesimo capitolo si evidenzia come, sul piano dell’analisi macroeconomica, il rifiuto degli economisti di scuola ‘austriaca’ di distinguere tra breve e lungo periodo si traduca nella adozione di una teoria del capitale che spiega non soltanto il processo di crescita delle economie capitaliste, ma anche le fluttuazioni cicliche e gli episodi di crisi che le contraddistinguono. A tal fine, essi modificano le finalità ultime dell’analisi monetaria e creditizia di Wicksell, trasformandola da una teoria che spiega le variazioni del livello generale dei prezzi nel contesto di un mondo caratterizzato dalla presenza della moneta di origine bancaria, in una teoria del ciclo economico e della crisi in cui una differenza tra il tasso di interesse monetario e il tasso di interesse ‘naturale’ causa una distorsione della struttura produttiva e della struttura del capitale incompatibile con le scelte intertemporali di consumo e di risparmio espresse dagli agenti economici. Secondo gli economisti ‘austriaci’, tale distorsione è inevitabilmente destinata a sfociare in una crisi rovinosa che richiede molto tempo prima che i processi di mercato possano porre rimedio alla cattiva allocazione del capitale e del lavoro.

La crisi nella prospettiva della ‘economia monetaria di produzione’ di Keynes

La recente, rinnovata attenzione per la teoria ‘austriaca’ del ciclo e della crisi probabilmente si spiega col fatto che, rispetto alla ortodossia contemporanea di ispirazione neoclassica, l’eterodossia ‘austriaca’ offre un quadro interpretativo che porta a considerare lo scoppio della Grande recessione e della crisi nell’Eurozona come il prodotto endogeno di un errato assetto istituzionale del sistema bancario a riserva frazionaria, se non addirittura della stessa presenza della moneta creditizia di origine bancaria. La teoria ‘austriaca’ del ciclo e della crisi sembra dunque offrire uno strumento analitico universalmente applicabile alla spiegazione dei cicli finanziari e delle bolle speculative che li accompagnano. In realtà, per stessa ammissione degli economisti di scuola ‘austriaca’, ogni crisi è caratterizzata da una distorsione della struttura intertemporale del capitale e della produzione che necessita di una sua

spiegazione particolare, generalmente legata, come nel caso delle interpretazioni delle origini della crisi fornite dagli economisti del *mainstream* macroeconomico contemporaneo, a specifiche cause esogene imputabili alle autorità pubbliche.

Ma le interpretazioni della crisi fondate sulle categorie dell'imprevedibile anomalia (esemplificate dall'immagine dell'apparizione di un vero e proprio *cigno nero*), dell'errore, o della diffusione di condotte fraudolente che portano alla prevalenza della finanza 'cattiva' su quella 'buona' non appaiono soddisfacenti, perché, mentre invocano e descrivono le bolle speculative, i comportamenti speculativi e le conseguenze che ne possono derivare, non ne forniscono alcuna spiegazione convincente. Tanto più, se si confronta questo vuoto teorico con una realtà storica, quella che ha contraddistinto le moderne economie di mercato, punteggiata dalla scoppio regolare e quasi ininterrotto di crisi bancarie più o meno sistemiche.

Per colmare questo vuoto, nella quinta e ultima parte di questo lavoro si torna ancora una volta agli anni '30 del secolo scorso, in modo da recuperare gli elementi di analisi rivoluzionari contenuti nella *Teoria generale* di Keynes e da riscoprire l'ambizione dell'economista di Cambridge di sostituire i paradigmi basati sulla legge di Say e sull'irrilevanza delle grandezze monetarie e finanziarie con un paradigma alternativo, invece fondato sul principio della domanda effettiva, sulla non neutralità della moneta e sull'incertezza, che possa fungere da premessa per la definizione di una 'terza via' diversa da quella indicata dai neoliberali tedeschi.

In particolare, quella che si propone nella quinta parte di questo lavoro è una interpretazione eterodossa della crisi basata su un modello analitico che si traduce in un reciproco arricchimento degli approcci teorici sviluppati da Keynes e Schumpeter nella prima metà del secolo scorso. Da un lato, infatti, l'approccio dinamico di Schumpeter permette di chiarire la natura intima del principio della domanda effettiva. Dall'altro, i contributi di Keynes successivi alla pubblicazione del *Trattato della moneta*, consentono di mostrare che i meccanismi che generano il processo di sviluppo economico descritto da Schumpeter consentono di spiegare anche l'intrinseca fragilità e la predisposizione endogena alle crisi delle economie capitaliste.

PARTE PRIMA

**Le fasi della Grande recessione e
il punto di vista tedesco sulla crisi nell'Eurozona**

CAPITOLO 1

Anatomia di una crisi globale: dalla crisi dei mutui *subprime* alla crisi nell'Eurozona

1. La Grande moderazione e la 'finanziarizzazione' dell'economia

Lo scoppio della bolla sul mercato immobiliare statunitense nell'estate del 2007 ha posto fine a un periodo ultraventennale in cui negli Stati Uniti e in altri paesi industrializzati una robusta crescita del reddito reale e bassi tassi di inflazione sono stati accompagnati dalla ridotta volatilità dei principali indicatori macroeconomici. La gravissima recessione globale seguita alla crisi dei mutui *subprime* non ha chiuso soltanto l'epoca della cosiddetta Grande moderazione,¹ ma ha anche messo a nudo le contraddizioni del processo di integrazione europea, che, dopo la firma del Trattato di Maastricht nel febbraio del 1992, aveva subito una forte accelerazione culminata con l'adozione della moneta unica nel 1999.

Nella storia delle moderne economie di mercato, ogni periodo di crescita sostenuta e di stabilità è stato invariabilmente accompagnato dalla proclamazione dell'inizio di una 'nuova era' in cui i problemi del ciclo e della crisi erano da considerarsi superati. E' stato così alla vigilia del crollo di borsa del '29 che avrebbe dato avvio alla Grande depressione degli anni '30 del secolo scorso, e anche alla fine degli anni '60 del secolo scorso, quando si era fatta strada l'illusione che le politiche di *fine tuning* della domanda aggregata ispirate ai principi dell'ortodossia 'keynesiana' della sintesi neoclassica avrebbero garantito l'estensione indeterminata dello straordinario periodo di crescita osservato nei decenni successivi alla fine del secondo conflitto mondiale.² Gli anni immediatamente precedenti lo scoppio della bolla sul mercato immobiliare statunitense non fanno eccezione, come testimoniano le autorevoli affermazioni sulla fine del ciclo economico di alcuni tra i più prestigiosi economisti della ortodossia contemporanea.³

¹ Il termine 'Grande moderazione' è stato coniato da James Stock e Mark Watson (2003). La popolarità di questa espressione si deve principalmente a un discorso tenuto da Ben Bernanke nel febbraio del 2004 in occasione di un incontro della *Eastern Economic Association* a Washington, DC (si veda Bernanke (2004)).

² Nel 1929, Irving Fisher preconizzò che l'era dei cicli caratterizzati da forti espansioni e da successive frenate dell'economia si trovava ormai alle spalle. In particolare, Fisher mise a repentaglio la sua reputazione di grande economista affermando, a pochi giorni dal crollo di borsa a *Wall Street*, che "il corso delle azioni avevano ormai raggiunto un livello permanentemente elevato." (citato in Latson 2014). Nel 1966, invece, Walter Heller, che era stato a capo del Consiglio dei consulenti economici del presidente Kennedy dichiarò che: "We now take for granted that the government must step in to provide the essential stability at high levels of employment and growth that the market mechanism, left alone, cannot deliver." (Heller (1966), p. 9)

³ Si vedano, per esempio Lucas (2003) e Bernanke (2004).

Tuttavia, gli anni della Grande moderazione sono stati caratterizzati dalla crescita esponenziale, e potenzialmente destabilizzante, dei prezzi delle attività reali e finanziarie e dei rapporti di indebitamento privato non solo negli Stati Uniti, ma anche in altre parti del mondo. Nel periodo che ha preceduto lo scoppio della crisi dei mutui *subprime*, bolle immobiliari strettamente legate a una anomala espansione del credito sono infatti state osservate anche nel Regno Unito, in Irlanda, Francia, Spagna, Estonia, Lituania, Lettonia, Islanda, Australia, Nuova Zelanda, Sudafrica, Dubai, Cina, Vietnam, Thailandia e Singapore (Roubini e Mihm 2010).

Questa miscela esplosiva tra una bolla immobiliare e una bolla creditizia non rappresenta una rarità, ma è stata osservata più e più volte in passato.⁴ La crisi iniziata nell'estate del 2007 negli Stati Uniti si configura quindi come una crisi 'classica', in cui lo scoppio di una bolla immobiliare colpisce innanzitutto il sistema bancario per poi infettare anche l'economia reale del paese interessato. Pure seguendo una traiettoria già tracciata molte volte in passato, la crisi finanziaria innescata dal crollo del mercato dei mutui *subprime* differisce però da tutte le altre che l'hanno preceduta nel secondo dopoguerra per essere la prima crisi autenticamente globale dopo la Grande depressione degli anni '30 del secolo scorso.⁵

La natura globale della crisi si spiega con il peso specifico dell'economia americana sul Pil mondiale, ma anche con l'elevatissimo grado di integrazione e di interdipendenza dei mercati finanziari internazionali e con i processi di innovazione che, negli ultimi venti anni, hanno interessato i sistemi finanziari di tutte le economie avanzate.

Nei primi anni '70 del secolo scorso, il crollo del sistema monetario a cambi fissi ideato a Bretton Woods e un periodo prolungato di stagflazione hanno favorito la riaffermazione dei principi dell'economia neoclassica nella versione elaborata da Milton Friedman e dai 'monetaristi' e, successivamente, da Robert Lucas e dagli esponenti della Nuova macroeconomia classica. L'inizio del nuovo ciclo politico-economico seguito alla eclissi della ortodossia 'keynesiana' della sintesi neoclassica ha condotto a una rinnovata enfasi sulla necessità di liberalizzare i movimenti di capitale e a un crescente permissivismo nelle politiche di regolamentazione dei mercati finanziari e dell'attività bancaria. Unitamente alla rivoluzione informatica e agli sviluppi della teoria della finanza, questi fattori hanno alimentato l'affermazione e la diffusione di un capitalismo 'finanziarizzato' basato sulla fiducia assoluta nella

⁴ Con riferimento alle crisi bancarie che hanno interessato i paesi a economia avanzata dopo la seconda guerra mondiale, la correlazione tra il ciclo dei prezzi degli immobili e le crisi bancarie ha caratterizzato tutte le crisi più serie che hanno preceduto quella dei mutui *subprime* (Spagna 1977, Norvegia 1987, Finlandia e Svezia 1991 e Giappone 1992) (si veda Reinhart e Rogoff (2009) [2010], p. 180).

⁵ Per una definizione formale di 'crisi globale' si confronti Reinhart e Rogoff (2009) [2010], pp. 275-277.

capacità di allocazione delle risorse disponibili attraverso i meccanismi di mercato, e quindi una vera e propria mutazione genetica dell'industria bancaria.⁶

In passato, le banche operavano secondo il modello 'eroga e detieni' (*originate and hold*). La concessione di un prestito era un'operazione semplice che coinvolgeva soltanto due soggetti: la banca e il suo cliente. I prestiti bancari erano totalmente illiquidi perché restavano iscritti nei libri contabili della banca, che si limitava a riscuotere il pagamento del capitale e degli interessi. Con la pratica della cartolarizzazione (*securitization*) questo sistema ha però subito delle profonde modifiche. Attraverso la cartolarizzazione, infatti, le banche possono raggruppare un gran numero di crediti tra loro omogenei (non solo mutui ipotecari, ma anche prestiti alle imprese, prestiti erogati attraverso le carte di credito, prestiti per l'acquisto dell'automobile e prestiti agli studenti) e cederli a una entità giuridica separata, appositamente costituita, lo *Special Purpose Vehicle (SPV)*, che paga la banca finanziandosi sul mercato della carta commerciale o appoggiandosi a una linea di credito accordata dalla banca stessa. Successivamente, lo SPV procede alla cartolarizzazione emettendo titoli (obbligazioni) genericamente definiti come *Asset Backed Securities (ABS)*,⁷ ovvero titoli garantiti da una attività sottostante, destinati alla negoziazione sia sui mercati regolamentati che sui mercati non regolamentati (*OTC – Over the Counter*) e, talvolta, a essere in parte riacquistati dalla banca che ha emesso i prestiti originari.

Il passaggio dal modello 'eroga e detieni' al modello 'eroga e distribuisce' (*originate and distribute*) è stato quindi caratterizzato dalla cessione dei prestiti a una pluralità di soggetti teoricamente più capaci di sostenere il rischio, perché dotati delle capacità professionali per effettuare la scelta della combinazione rischio-rendimento⁸ più

⁶ Sulla nozione di 'finanziarizzazione' dell'economia si vedano Dore (2000, 2009), Epstein (2005), Palley (2013a), Lewitt (2010) e Gallino (2011). Uno dei più noti lavori recenti a sostegno della completa liberalizzazione dei mercati finanziari è quello di Raghuram Rajan e Luigi Zingales (2003b).

⁷ Tra gli ABS si distinguono i titoli nati dal raggruppamento di crediti omogenei come, per esempio, i titoli MBS (*Mortgage Backed Securities*), che sono garantiti da mutui ipotecari, e i titoli CDO (*Collateralized Debt Obligations*), che hanno come garanzia collaterale portafogli di altri titoli, ovvero titoli che sono costruiti con lo stesso principio degli ABS, ma che non trovano origine in un pool di crediti elementari omogenei, bensì in parti di ABS già costituiti precedentemente (ad esempio, i titoli CMO (*Collateralized Mortgage Obligations*) sono obbligazioni garantite da titoli MBS). Nel corso degli anni il processo di cartolarizzazione dei crediti ha raggiunto livelli di sofisticazione e complessità sempre più elevati. Gli argomenti relativi alla cartolarizzazione possono essere utilmente approfonditi consultando Kothari (2006), Giovando (2006) e Tymoigne (2009a, 2009b).

⁸ L'operazione che trasforma i crediti illiquidi in attività negoziabili è accompagnata da un processo di strutturazione dei titoli (*tranching*) che introduce un meccanismo di subordinazione per definire l'ordine di priorità nella distribuzione delle perdite in caso di inadempimento degli obblighi di pagamento relativi ai crediti sottostanti. Le tranche di titoli *equity* e *junior* percepiscono rendimenti maggiori, ma sono anche le prime a subire le perdite in caso di inadempimento. Viceversa, le tranche di titoli *mezzanine* e *senior* godono di rendimenti più bassi, ma sono esposte alle perdite

adeguata al loro profilo operativo (*hedge fund*, banche di investimento, fondi pensione e altri investitori istituzionali).

Paradossalmente, la crisi è esplosa proprio nel momento in cui la stragrande maggioranza degli economisti e degli esperti di finanza era convinta che, delegando al mercato la valutazione dei prestiti concessi dalle banche, si fossero ottenuti non soltanto dei notevoli guadagni di efficienza, ma anche una drastica riduzione dei pericoli di una crisi sistemica.⁹ Lo scoppio della bolla sul mercato statunitense ha invece causato la più profonda caduta della produzione e dell'occupazione a livello mondiale dai tempi della Grande depressione.

2. L'intreccio tra la bolla immobiliare e la bolla creditizia negli Stati Uniti

Tra l'inizio del 1996 e la metà del 2006 il mercato immobiliare statunitense ha conosciuto un rialzo dei prezzi di portata eccezionale, mai osservato in precedenza. Nel periodo considerato, l'andamento dell'indice dei prezzi degli immobili statunitensi, costruito da Case e Shiller sulla base di dati risalenti fino al 1891, mostra un incremento cumulativo in termini reali della quotazione degli immobili del 92%, un aumento che supera di più di tre volte l'incremento cumulativo complessivo, pari al 27%, registrato tra il 1891 e il 1996.¹⁰

Le bolle speculative¹¹ si sviluppano per effetto di un meccanismo di incremento autosostenuto dei prezzi che nasce con la tendenza al rialzo delle quotazioni di una attività che offre prospettive di arricchimento e di profitto:

L'aumento dei prezzi, provocando una forte redditività, aumenta l'appetibilità dell'attivo e rafforza la domanda, cosa che, retroagendo sui prezzi, esercita una nuova pressione al rialzo.¹²

soltanto quando gli inadempimenti degli obblighi di pagamento superano l'ammontare delle tranche con subordinazione più bassa.

⁹ Ancora a fine agosto del 2007, Ben Bernanke argomentava: “[...] il nuovo mercato ipotecario è diventato simile al mercato finanziario descritto dai manuali, con meno frizioni istituzionali che ostacolano gli scambi degli attivi contingenti e la loro valutazione. La cartolarizzazione e lo sviluppo sconfinato di mercati di derivati ad alta liquidità ha facilitato la diffusione e lo scambio del rischio [...] le ipoteche sono diventate degli strumenti più liquidi, sia per i prestatori che per i mutuatari.” (citato in Orléan (2009) [2010], p. 62)

¹⁰ Si vedano Reinhart e Rogoff (2009) [2010], p. 225 (in particolare, la figura 13.2).

¹¹ La natura speculativa dell'aumento del prezzo degli immobili negli Stati Uniti è testimoniata dal fatto che esso era del tutto slegato dalla dinamica dei cosiddetti ‘fondamentali’. Infatti, nel decennio considerato l'andamento degli affitti è risultato molto più stabile di quello dei prezzi degli immobili. Inoltre, nemmeno la forte flessione del tasso di interesse reale dovuta alla politica monetaria espansiva condotta dalla *Federal Reserve* e il conseguente aumento del fattore di sconto applicato al flusso degli affitti può giustificare l'esplosione dei prezzi osservata tra il 1996 e il 2006. Considerazioni analoghe valgono per la dinamica dei costi di costruzione degli immobili, che è stata molto più contenuta di quella dei prezzi delle abitazioni (si veda Delli Gatti (2008), pp. 37-38).

¹² Orléan (2009) [2010], p. 35.

In linea di principio, gli istituti di credito possono formare un argine contro l'aumento della domanda di case nella fase di euforia che accompagna lo sviluppo di una bolla immobiliare. Infatti, senza la disponibilità di ingenti quantità di credito, non tutti i progetti di acquisto di una abitazione si possono tradurre in domanda effettiva. L'eccesso di domanda rispetto all'offerta verrebbe così mitigato e la bolla immobiliare stenterebbe a gonfiarsi o a raggiungere dimensioni destabilizzanti. Tuttavia, le opportunità di profitto offerte dalla enorme espansione di ricchezza prodotta da una bolla immobiliare determinano una convergenza tra gli interessi dei potenziali acquirenti di una abitazione e quelli dei prestatori di fondi. Da un lato, gli aumenti di prezzo degli immobili provocano la continua rivalutazione del valore del capitale dei proprietari delle abitazioni, mentre, dall'altro, essi determinano un incremento del valore delle garanzie collaterali dei crediti ipotecari. Di conseguenza, diminuisce non solo la probabilità di inadempimento del mutuatario, ma anche la perdita potenziale subita dal prestatore in caso di mancato rispetto degli impegni di pagamento originari.

La bolla immobiliare si intreccia così con una bolla creditizia caratterizzata da un aumento del volume dei prestiti e da una diminuzione della loro qualità, perché la concessione di un prestito finisce per dipendere non tanto dal merito di credito del mutuatario quanto dal continuo rialzo dei prezzi degli immobili.

L'esplosione dei volumi e il peggioramento della qualità dei prestiti hanno caratterizzato anche il boom del credito che ha accompagnato l'evoluzione della bolla immobiliare negli Stati Uniti. Tra il 2000 e il 2006 i crediti immobiliari sono cresciuti a un tasso medio annuo del 13%, passando da 4.800 miliardi di dollari nel primo anno a quasi 9.800 miliardi nell'ultimo anno del periodo considerato. Il continuo deterioramento dei criteri di selezione dei mutuatari è testimoniato dalla crescita esponenziale dei mutui *subprime*, ovvero dei crediti ipotecari concessi a famiglie o individui che presentano un livello di rischio superiore a quello del mutuatario tradizionale. Dal 1999 al 2006 l'importo di questa categoria di mutui si è moltiplicato per sette, tanto che nel biennio 2005-2006 la quota dei crediti *subprime* sul totale dei crediti immobiliari ha toccato il 20% (mentre nel 1999 la porzione di questo tipo di mutui rappresentava meno del 9% dei prestiti immobiliari). Inoltre, il deterioramento del merito di credito dei prenditori di fondi ha colpito lo stesso segmento dei prestiti *subprime*. Con il passare del tempo, le condizioni di credito sono state ammorbidite attraverso molteplici formule contrattuali, tutte a rischio crescente, e la ricerca di nuovi contraenti al di là delle famiglie tradizionali si è fatta sempre più aggressiva, sfociando in pratiche al limite della legalità (*predatory lending*), spesso approfittando dell' 'analfabetismo finanziario' dei prenditori di fondi.¹³

¹³ Orléan (2009) [2010], p. 38 e Delli Gatti (2008), pp. 41-42.

3. Le conseguenze iniziali dello scoppio della bolla sul mercato immobiliare statunitense

L'accumulo di debiti di qualità sempre più scadente che accompagna lo sviluppo di una bolla speculativa aumenta la fragilità finanziaria sia dei prenditori di fondi (eccessivamente indebitati) che dei prestatori di fondi (eccessivamente esposti). Inevitabilmente, quando, per effetto di un qualche evento esogeno, i delicati equilibri che hanno sostenuto la crescita di una bolla immobiliare vengono scossi, la bolla scoppia, producendo effetti disastrosi sui bilanci dei prenditori e dei prestatori di fondi.

Nel caso della crisi dei mutui *subprime*, l'elemento detonatore è consistito nella decisione della Banca centrale statunitense, la *Federal Reserve* (Fed), di invertire gradualmente la politica monetaria fortemente espansiva adottata a seguito dello scoppio della bolla delle azioni delle società *dot.com* nell'autunno del 2000 e al successivo attentato terroristico alle Torri gemelle di New York nel settembre del 2001. Infatti, per fare fronte alla minaccia di tensioni inflazionistiche, la Fed portò il tasso sui fondi federali dall'1% nel giugno del 2004 al 5,25% nel giugno del 2006.

Poco a poco, l'aumento del tasso sui fondi federali ha sortito un duplice effetto, dando così avvio alla prima fase della Grande recessione.¹⁴ Da un lato, il sensibile aumento del costo medio mensile dei mutui ipotecari ha determinato una riduzione della domanda di nuove case, e quindi l'arresto del meccanismo di incremento autosostenuto dei prezzi che stava alla base della formazione della bolla sul mercato immobiliare. Dall'altro, l'aumento dei tassi di interesse ha fatto venire a galla la fragilità finanziaria di tutti coloro che avevano sottoscritto mutui a condizioni contrattuali apparentemente favorevoli. Di conseguenza, il mercato immobiliare statunitense è finito in una spirale deflazionistica autoalimentata, perché la massa dei pignoramenti aumentava il numero di case invendute, spingendo gli istituti di credito a disfarsene a prezzi di saldo pur di non dover sostenere costi legali e spese di manutenzione sempre più elevati. A sua volta, la progressiva discesa dei prezzi delle case determinava un aumento delle insolvenze sia da parte di coloro che non potevano rifinanziare il proprio mutuo sia da parte di coloro che non avevano più interesse a pagare per un patrimonio ormai svalutato.

Ben presto, le difficoltà sul mercato immobiliare hanno coinvolto tutti gli attori dei mercati finanziari. La maggior parte dei mutui insolventi o a rischio di insolvenza

¹⁴ Dopo lo scoppio della crisi, il termine 'Grande recessione' è entrato nell'uso comune per distinguere la recessione globale seguita alla crisi dei mutui *subprime* dalla Grande depressione degli anni '30 del secolo scorso. Per esempio, Ben Bernanke (2015a, p. 182) ricorda che: "[...] with the substantial benefit of hindsight, the National Bureau of Economic Research would declare that what we now call the Great Recession had begun in December 2007".

era infatti all'origine dei flussi di pagamento destinati ai possessori dei titoli strutturati creati attraverso il processo di cartolarizzazione dei prestiti immobiliari.

Le perdite sui titoli garantiti da mutui ipotecari hanno prodotto una voragine nei bilanci delle banche e nei bilanci di tutti gli istituti finanziari che hanno dato vita al cosiddetto 'sistema bancario ombra', quell'arcipelago di soggetti poco trasparenti (società-veicolo fuori bilancio, *hedge fund*, banche di investimento e simili) sottratti alla vigilanza prudenziale cui erano invece sottoposte le banche commerciali.¹⁵ Negli anni che hanno preceduto l'esplosione della bolla immobiliare, le banche e tutti gli altri istituti finanziari hanno infatti potuto beneficiare di nuove opportunità di investimento ad alto rendimento e a rischio (apparentemente) ridotto, in un periodo in cui la politica monetaria della Fed aveva depresso i rendimenti dei titoli a basso rischio e in cui il mercato azionario non si era ancora ripreso dallo scoppio della bolla dei titoli tecnologici avvenuto nell'autunno del 2000. Ma poiché tutti gli istituti finanziari esposti ai titoli *subprime* operavano con un altissimo grado di leva finanziaria (*leverage*), e poiché i principi contabili impongono agli attori del sistema finanziario di valutare le attività inserite nei loro portafogli al prezzo di mercato (*mark to market*), la caduta del prezzo dei titoli garantiti da mutui ipotecari ha determinato una drammatica riduzione dei patrimoni netti che ha eroso i margini di garanzia a favore dei creditori.¹⁶

Nell'agosto del 2007 i mercati finanziari erano entrati nel panico. Il venir meno delle convenzioni sulla valorizzazione dei prodotti strutturati¹⁷ e il deterioramento

¹⁵ Per un approfondimento sul 'sistema bancario ombra' si veda Nersisyan e Wray (2010).

¹⁶ Nel 2002 le grandi banche di investimento americane operavano già con un grado di leva finanziaria (dato dal rapporto tra il valore delle attività (prestiti e/o titoli) e il valore del capitale netto) di 29 a 1. Nel 2004 l'organo di controllo del mercato mobiliare statunitense (SEC – *Securities and Exchange Commission*) concesse ai principali gruppi bancari d'investimento l'esenzione dall'applicazione degli standard prudenziali internazionali, permettendo che le riserve di capitale venissero fissate in autonomia, nella misura ritenuta congrua per garantire la stabilità del mercato. Con l'entrata in vigore di questo regime di autoregolamentazione, alcune banche di investimento sono arrivate ad avere un rapporto di indebitamento di 40 a 1 (Stiglitz (2010) [2010], pp. 235-236). In tali condizioni, è sufficiente una caduta del valore delle attività del 2,5% per spazzare via l'intero capitale netto della banca di investimento.

¹⁷ La crescente complessità assunta negli anni dal processo di cartolarizzazione è stata accompagnata, di pari passo, dalla crescente rilevanza delle valutazioni delle agenzie di *rating* sull'effettivo grado di rischio associato all'emissione dei titoli strutturati. Poiché le agenzie di *rating* percepiscono le commissioni per i servizi prestati dagli emittenti degli strumenti finanziari strutturati e non dagli investitori finali, da più parti si è osservato che esse operavano (e tutt'ora operano) in una condizione di patente conflitto di interesse, che fornisce un forte incentivo alla sottovalutazione dei rischi incorporati negli strumenti della finanza strutturata. Senza voler sminuire il problema, si deve però sottolineare che l'operato delle agenzie di *rating* non veniva messo in discussione né dagli investitori istituzionali (Orléan (2009) [2010], pp. 68-69) né dalle maggiori autorità economiche nazionali e sovranazionali, che, anzi, ne condividevano le metodologie e le valutazioni. Così, ad esempio, il Fmi nell'aprile del 2007: "Poiché, caratteristicamente, quasi il 90 per cento degli ABS *subprime* sono classificati A o più, ciò suggerisce che l'importo delle perdite potenziali sui titoli *subprime* dovrebbe essere largamente contenuto. In effetti, anche le *tranche*

dell'attivo degli istituti finanziari aveva portato al congelamento dei mercati dei capitali a breve termine e a una versione riveduta e corretta delle corse agli sportelli osservate negli anni '30 del secolo scorso (Eichengreen 2015, Turner 2016). I creditori non si limitavano più ai richiami di margine, ma rifiutavano il rinnovo dei prestiti a scadenza. Il primo mercato a essere colpito è stato quello della carta commerciale. Questo mercato aveva assunto un'importanza strategica per il finanziamento dell'attività delle società-veicolo (SPV) coinvolte nel processo di cartolarizzazione dei prestiti erogati dalle banche e dagli istituti a esse assimilabili. Non potendo più rinnovare i debiti a breve scadenza sul mercato della carta commerciale, le società-veicolo hanno ottenuto il sostegno delle banche che le avevano istituite attraverso l'attivazione di apposite linee di credito o attraverso il reintegro nel loro bilancio. Ma così facendo, divenne evidente che i rischi sopportati dalle società-veicolo in realtà gravavano interamente sulle banche. Pertanto, la crisi di liquidità ha contagiato anche il mercato interbancario. Le banche che disponevano di un eccesso di riserve tesoreggiavano la liquidità per fare fronte alle difficoltà presenti e a eventuali difficoltà future. Inoltre, l'aumentata incertezza sull'effettiva esposizione delle controparti ai crediti cartolarizzati sconsigliava il prestito di risorse liquide ad altri istituti finanziari. Con il crollo dei rapporti di fiducia, anche di quelli di vecchia data, i tassi sul mercato interbancario sono schizzati alle stelle.

Il precipitare della situazione ha indotto la Fed a intervenire con ripetuti tagli al tasso sui fondi federali e a esercitare il ruolo di prestatore di ultima istanza con robuste iniezioni di liquidità presso lo sportello di sconto. Tra alti e bassi, durante l'autunno-inverno a cavallo del 2007 e del 2008 i provvedimenti adottati dalle autorità monetarie statunitensi sembravano aver riportato un minimo di stabilità. Ma la calma era soltanto apparente, perché le forze che alimentavano la crisi sul mercato immobiliare e sui mercati finanziari continuavano a operare sottotraccia. Nel marzo del 2008 la Fed si è vista costretta a estendere le proprie operazioni di rifinanziamento e a definire regole di ammissione e di garanzia più permissive per l'erogazione dei prestiti di ultima istanza. Per la prima volta dopo la Grande depressione, le autorità monetarie statunitensi si sono impegnate a prestare fondi a breve termine garantiti da attività collaterali non solo alle grandi banche commerciali soggette alla loro vigilanza prudenziale, ma anche alle banche di investimento. La perdurante criticità della situazione è emersa in modo eclatante con il salvataggio di Bear Stearns, una delle banche di investimento più importanti operanti a Wall Street,

relativamente rischiose classificate BBB cominciano a essere toccate solamente quando i prezzi degli immobili conoscono un abbassamento del 4 per cento all'anno." (citato in Orléan (2009) [2010], p. 64)

il cui fallimento venne impedito grazie alla vendita a prezzi di saldo, patrocinata dalla Fed, a J.P. Morgan Chase.¹⁸

4. Dal fallimento di Lehman Brothers alla Grande recessione mondiale del 2008-2009

Nonostante le misure straordinarie adottate dalla Fed, il peggio doveva ancora venire. Il crollo delle quotazioni immobiliari non si arrestava, così come non si arrestava l'ondata di insolvenze dei mutuatari. I bilanci delle banche e delle altre istituzioni finanziarie continuavano a essere appesantiti dalla presenza di titoli sempre più illiquidi, vendibili soltanto a prezzo di saldo.

A differenza di quanto avvenuto per Bear Stearns, nel settembre del 2008 la Fed ha deciso di lasciare fallire Lehman Brothers. Ma il fallimento di Lehman Brothers ha messo a nudo l'insufficiente consistenza del patrimonio netto anche di molte altre istituzioni finanziarie.¹⁹ Sul mercato finanziario statunitense la crisi di liquidità generalizzata si era ormai trasformata in una crisi di solvibilità che ne metteva a rischio la stessa esistenza.

La bancarotta di Lehman Brothers ha dato avvio alla seconda fase della recessione, perché ha acuito i meccanismi di trasmissione che hanno trasformato la crisi del sistema finanziario statunitense in una crisi economica globale paragonabile soltanto alla Grande depressione degli anni '30 del secolo scorso.

Negli Stati Uniti le banche interessate dal deterioramento dell'attivo sono state spinte a ripristinare le condizioni di adeguatezza patrimoniale prescritte dalle norme e dalla prudenza attraverso la vendita di parte delle loro attività e il taglio dei prestiti alle famiglie e alle imprese.

L'impatto della stretta creditizia sull'economia reale statunitense è stato amplificato dal forte calo dei consumi determinato dal crollo delle attività nel settore edilizio sia a causa della perdita di posti di lavoro sia a causa di un 'effetto ricchezza' a contrario provocato dalla brusca caduta del prezzo delle abitazioni. L'impoverimento delle famiglie americane è inoltre stato rafforzato dal crollo del valore delle azioni e dei titoli strutturati posseduti attraverso la sottoscrizione di quote emesse dai fondi comuni di investimento, dagli *hedge funds* e dai fondi pensione.

La riduzione della fiducia e delle aspettative di profitto delle imprese legata al calo dei consumi si è tradotta in una significativa flessione della domanda per beni di

¹⁸ Per una ricostruzione dettagliata degli interventi messi in atto dalla Fed durante le fasi più acute della crisi finanziaria e nel periodo successivo alla recessione globale del 2008-2009, si veda Bernanke (2015a).

¹⁹ Il Fondo monetario internazionale (Fmi) stima che tra il mese di aprile e il mese di ottobre del 2008, le perdite sui crediti e sui titoli strutturati delle istituzioni finanziarie statunitensi siano passate da 945 miliardi a 1.405 miliardi di dollari (si confronti Orléan (2009) [2010], pp. 86-87).

investimento. Nonostante la violenza dei problemi economici avesse determinato una diminuzione delle importazioni più rapida di quella delle esportazioni, e quindi una riduzione del disavanzo commerciale, per effetto di queste dinamiche tra l'autunno del 2008 e la primavera del 2009 l'economia statunitense ha conosciuto la più severa recessione degli ultimi ottant'anni.

Tra la fine del 2007 e buona parte del 2008, soprattutto in Europa, si era diffusa l'illusoria convinzione che le gravissime difficoltà che stavano colpendo il sistema finanziario e l'economia reale degli Stati Uniti non avrebbero prodotto danni particolarmente gravi nel resto del mondo.²⁰ Tuttavia, dal quarto trimestre del 2008 sia le economie avanzate che tutte le economie emergenti e in via di sviluppo hanno cominciato a subire le pesanti conseguenze dello scoppio della bolla sul mercato immobiliare americano.

Il canale più ovvio per la trasmissione della crisi dei mutui *subprime* al resto del mondo è consistito nella vendita di circa metà dei titoli strutturati prodotti negli Stati Uniti a banche, fondi pensione e numerosi altri investitori istituzionali esteri.²¹ Con il crollo del mercato immobiliare statunitense, tutti gli istituti finanziari che avevano una esposizione diretta ai titoli legati ai mutui *subprime* hanno subito ingenti perdite, accompagnate da un progressivo irrigidimento su scala globale dei criteri per l'erogazione dei prestiti alle famiglie e alle imprese.

Anche a livello internazionale la situazione finanziaria ha subito un drastico deterioramento in corrispondenza del fallimento di Lehman Brothers. Lehman Brothers aveva infatti emesso debiti a breve termine sotto forma di carta commerciale e di altri titoli obbligazionari per un valore complessivo di centinaia di miliardi di dollari. La completa svalutazione di questi titoli a seguito del fallimento della banca di investimento americana ha scatenato il panico non solo tra gli investitori e i fondi che li detenevano in portafoglio, ma anche tra i loro creditori. L'intricata rete di crediti e debiti che sosteneva il sistema finanziario internazionale era ormai giunta vicino alla paralisi.

La globalizzazione finanziaria ha favorito e accelerato la diffusione della crisi anche attraverso una sinergica e brusca flessione dei mercati azionari in tutte le piazze finanziarie internazionali e attraverso l'impatto negativo di un forte apprezzamento delle principali divise rifugio (dollari, euro, sterline e yen) sulle famiglie e le imprese dei paesi emergenti che, prima dell'inizio della crisi, avevano contratto prestiti denominati in valute pregiate, perché i tassi di interesse praticati

²⁰ All'inizio di settembre del 2008, a pochi giorni dal fallimento di Lehman Brothers, il ministro delle Finanze tedesco Peer Steinbrück dichiarava che "la crisi finanziaria è soprattutto un problema americano" e che "gli altri ministri delle Finanze del G7 dell'Europa continentale condividono questa opinione." (citato in Roubini e Mihm (2010) [2010], p. 143)

²¹ Si pensa che, negli anni che hanno preceduto lo scoppio della crisi, il 40-50% dei titoli generati attraverso la cartolarizzazione dei prestiti alle famiglie americane sia finito nei portafogli di investitori stranieri privati. (Roubini e Mihm (2010) [2010], pp. 102-103)

dalle banche straniere erano più bassi di quelli applicati ai prestiti in moneta nazionale.

Un secondo evidente canale di contagio è consistito nell'impatto della crisi dell'economia reale statunitense sul commercio internazionale. Alla vigilia della crisi gli Stati Uniti producevano circa un quarto del Pil mondiale, ma il peso specifico dell'economia americana era ancora maggiore, se si tiene conto del disavanzo nel conto corrente della bilancia dei pagamenti. Quando una economia di queste dimensioni entra in una profonda recessione, è inevitabile che i paesi che dipendono dalla sua domanda di prodotti finiti e semifiniti e dalla sua domanda di materie prime vadano incontro a serie difficoltà. E poiché un brusco calo dell'attività economica in un paese si trasmette a tutti i suoi partner commerciali, mano a mano che la crisi seguiva la propria traiettoria il numero di paesi che hanno sofferto a causa dell'inaridimento della domanda estera per le materie prime e per le produzioni domestiche di manufatti e semilavorati è cresciuto costantemente.

La crisi della produzione e dell'occupazione mondiali seguita al crollo del mercato immobiliare negli Stati Uniti non può tuttavia essere imputata unicamente all'esposizione a forme di contagio diretto, ma anche a una serie di fragilità economiche condivise sul piano internazionale.

In primo luogo, la recessione globale ha determinato la sincronizzazione della caduta dei prezzi delle abitazioni in tutti i paesi in cui il mercato immobiliare era surriscaldato.

In secondo luogo, ormai tutte le grandi banche e istituzioni finanziarie internazionali seguono strategie affini e si espongono a rischi simili. Le gravi difficoltà delle banche internazionali, e in particolare di quelle europee, non sono infatti dipese soltanto dall'aver partecipato in dosi massicce alla corsa all'acquisto di titoli strutturati prodotti negli Stati Uniti, ma, in termini più generali, dall'aver erogato in proprio troppi prestiti ad alto rischio. Numerosi istituti di credito del vecchio continente avevano infatti intrapreso una propria attività di cartolarizzazione, creando titoli strutturati garantiti da mutui ipotecari concessi agli acquirenti di case nei paesi europei. Sebbene gli eccessi sui mercati immobiliari europei non fossero paragonabili a quelli americani, gli standard per la valutazione del merito di credito dei mutuatari restavano comunque permissivi. Allo scoppio della crisi, molti dei prestiti erogati erano ancora parcheggiati nelle società-veicolo create ai fini del processo di cartolarizzazione. Come negli Stati Uniti, obblighi formali (accensione di linee di credito a sostegno della liquidità delle società-veicolo) o informali (necessità di conservare una buona reputazione) hanno spinto le banche che avevano originato i mutui a reintegrare le attività rischiose nei loro bilanci. La propensione al rischio delle banche europee si è manifestata anche attraverso la concessione di ingenti prestiti alle famiglie e alle imprese nei paesi dell'Europa emergente. Infine, la fragilità finanziaria delle grandi banche europee è stata acuita

dall'aver operato con un rapporto di indebitamento eccessivo, finanziato in larga misura attraverso il ricorso a prestiti a breve termine. Nell'estate del 2008 gli indici di leva finanziaria delle banche e degli altri istituti finanziari europei erano simili, se non superiori, a quelli osservati negli Stati Uniti.²²

5. Le reazioni di politica economica per scongiurare una nuova Grande depressione

Tra la fine del 2008 e i primi mesi del 2009 l'attività economica globale si è contratta a ritmi paragonabili a quelli osservati nelle fasi iniziali della Grande depressione. Nel quarto trimestre del 2008 il Pil mondiale è caduto del 6,25% su base annua. Questo dato impressiona, se confrontato con le evidenze dello stesso periodo dell'anno precedente. Infatti, nonostante la crisi finanziaria e la crisi dell'economia reale negli Stati Uniti avessero già cominciato a propagarsi per il resto del mondo, alla fine del 2007 l'economia globale cresceva ancora a un ritmo del 4% in ragione d'anno. La contrazione della produzione mondiale è poi continuata per tutto il primo trimestre del 2009, con una nuova caduta pari al 6,5% su base annua.²³

Nel periodo antecedente il fallimento di Lehman Brothers, le risposte di politica economica fuori dei confini statunitensi sono state titubanti ed eccessivamente frammentate. A causa del surriscaldamento dei prezzi delle materie prime, nella prima parte del 2008 molti erano concentrati nel porre un freno a eventuali tensioni inflazionistiche, trascurando le fragilità economiche domestiche e la possibilità che i problemi dell'economia americana potessero presto propagarsi al resto del mondo. Infatti, ancora a metà del 2008 la Bce aumentava i propri tassi di interesse ufficiali.

Il dissesto di Lehman Brothers ha avuto se non altro il merito di obbligare i responsabili della politica economica in tutti i paesi del mondo a focalizzare l'attenzione sul rischio concreto di una seconda Grande depressione. Con una azione coordinata senza precedenti nella storia della politica monetaria internazionale, l'8 ottobre del 2008 otto Banche centrali (tra cui Fed, Bce e Banca d'Inghilterra) hanno tagliato di 50 punti base i rispettivi tassi di riferimento. Successivamente, gli interventi delle autorità di politica economica hanno seguito una strategia flessibile, spesso non convenzionale, per cercare di porre rimedio a una situazione in via di rapido deterioramento. Agli ulteriori tagli ai tassi di interesse

²² Nel giugno del 2008 Crédit Suisse impiegava una leva di 33:1, mentre Ing aveva una leva pari a 49:1. Nello stesso periodo, Deutsche Bank era indebitata fino al collo con una leva finanziaria di 53:1 e Barclays godeva del non invidiabile primato di un rapporto di indebitamento pari a 61:1. A titolo di confronto, si consideri che, al momento del fallimento, il grado di leva finanziaria di Lehman Brothers era di 31:1 (si veda Roubini e Mihm (2010) [2010], pp. 156-157).

²³ FMI (2009a), p. 4 e FMI (2009b), p. 3. Per un confronto statistico tra le conseguenze della Grande depressione e della Seconda grande contrazione si vedano Reinhart e Rogoff (2009) [2010], pp. 277 e ss. e Eichengreen e O'Rourke (2009, 2010, 2012).

ufficiali e alle ingenti iniezioni di liquidità e ad altre misure di sostegno al credito hanno fatto seguito l'estensione delle garanzie sulle passività degli istituti finanziari, l'annuncio di programmi diretti all'acquisto di attività illiquide e rischiose, e la messa a disposizione di ingenti fondi pubblici per la ricapitalizzazione degli istituti finanziari a rischio di fallimento.²⁴

Poiché le difficoltà degli istituti finanziari avevano determinato un inasprimento della stretta creditizia, e poiché, in un clima di aspettative depresse, nemmeno un drastico taglio ai tassi di interesse aveva rivitalizzato la domanda di credito delle imprese e delle famiglie, sia nelle economie avanzate che nelle economie emergenti e in via di sviluppo il compito di rilanciare la domanda aggregata è ricaduto principalmente sulla politica fiscale. Il Fmi stima che, in rapporto al livello toccato nel 2007, nel corso del 2009 i disavanzi di bilancio ponderati in base alla parità di potere d'acquisto hanno subito un incremento del 6% su scala globale. Questa espansione fiscale riflette, da un lato, il drastico calo delle entrate fiscali e, dall'altro, gli aumenti di spesa legati al costo per il salvataggio degli istituti finanziari, al ruolo degli stabilizzatori automatici (molto più rilevante nelle economie avanzate) e, infine, alla introduzione di pacchetti di stimolo discrezionali.²⁵

Nel caso della recessione globale seguita alla crisi dei mutui *subprime*, la reazione delle autorità di politica monetaria e fiscale è stata di entità tale da fermare l'emorragia e da consentire all'economia mondiale di incamminarsi verso la ripresa. Nel secondo trimestre del 2009 l'attività economica globale ha infatti smesso di contrarsi e ha ricominciato a crescere a un ritmo del 3% su base annua. Le prime economie a registrare una inversione del ciclo sono state quelle emergenti dell'area asiatica, seguite nel terzo trimestre del 2009 anche dalla maggior parte delle economie avanzate.²⁶

²⁴ Ai primi di ottobre del 2008 il Congresso americano ha approvato il cosiddetto TARP (*Troubled Assets Relief Program*), destinando 700 miliardi di dollari al dipartimento del Tesoro affinché li utilizzasse per stabilizzare il sistema finanziario statunitense. Circa la metà di questi fondi è stata utilizzata a sostegno di quasi 700 istituti finanziari americani, tra cui grandi conglomerati finanziari come Citigroup, Bank of America e Aig, ma anche una folta pattuglia di banche minori. Per lo più, gli aiuti hanno preso la forma di iniezioni di capitale con cui il governo acquistava azioni privilegiate che assicuravano una quota di partecipazione e un dividendo garantito (si veda Roubini e Mihm (2010) [2010], p. 203).

²⁵ Nell'autunno del 2008 il Piano europeo di ripresa economica ha stanziato 200 miliardi di euro per una varietà di progetti, cui si sono aggiunti programmi di stimolo di minore entità varati dai singoli paesi dell'Unione europea. Nello stesso periodo, la Cina ha adottato un imponente piano dal valore equivalente a 586 miliardi di dollari, destinati in larga misura alla realizzazione di opere pubbliche (linee ferroviarie, strade, sistemi di irrigazione e aeroporti). Negli Stati Uniti, il presidente Obama ha promulgato l'*American Recovery and Reinvestment Act*, precedentemente approvato dal Congresso, il 17 febbraio del 2009. Questo pacchetto di stimolo prevedeva sgravi fiscali, l'espansione delle prestazioni di disoccupazione, disposizioni di assistenza sociale e spese pubbliche in materia di istruzione, sanità e infrastrutture (si confrontino Roubini e Mihm (2010) [2010], pp. 196-197, D'Apice e Ferri (2009), p. 73, FMI (2009a), pp. 6-7 e FMI (2009b), p. 27).

²⁶ FMI (2009b) p. 3.

6. La crisi nell'Eurozona e la svolta verso le politiche di austerità

Con i primi germogli della ripresa economica, all'inizio del 2010 la depressione sembrava ormai scongiurata e prevaleva uno stato euforico di 'cessato pericolo'. Tuttavia, di lì a poco le scosse di assestamento della grande crisi iniziata nel 2007 hanno alimentato il timore che, in un futuro non lontano, alcuni paesi avanzati non sarebbero più stati in grado di fare fronte agli impegni di pagamento legati alla gestione delle loro finanze pubbliche.

I timori sulla esplosione dei debiti pubblici hanno trovato espressione nella dichiarazione dei leader seguita al summit del G20 di Toronto tenuto a fine giugno del 2010, in cui l'accento è stato posto sulla necessità di garantire la futura sostenibilità delle finanze pubbliche a seconda delle circostanze concrete che caratterizzavano le diverse economie nazionali.

Nella seconda metà del 2010 si è quindi aperta la terza fase della Seconda grande contrazione, quella caratterizzata da una decisa sterzata verso l'adozione di politiche di austerità.

Negli Stati Uniti, i flussi di spesa pubblica previsti dai programmi dell'*American Recovery and Reinvestment Act* hanno raggiunto l'apice nel corso dell'anno fiscale 2010, per poi diminuire costantemente. Inoltre, nell'estate del 2011 l'amministrazione Obama e il Congresso americano hanno concordato tagli di spesa nell'ordine di 1,2 trilioni di dollari da spalmare sui successivi dieci esercizi fiscali. Nel 2013, infine, sono scaduti i tagli fiscali concessi dall'amministrazione Bush alle fasce di reddito più elevate, è stata abolita la riduzione dei contributi dei dipendenti al Fondo di previdenza sociale fiduciario e sono stati effettuati tagli lineari pari all'8,5 per cento della spesa pubblica federale.²⁷

In Europa, e in particolare nell'Eurozona, l'adozione di politiche di austerità ha assunto contorni ancora più drammatici a seguito dell'esplosione del problema del debito pubblico greco nell'ottobre del 2009, quando il neo-eletto governo socialista ha ammesso che, per anni, in Grecia, i conti pubblici erano stati truccati, rendendo anche note le reali entità del deficit di bilancio e del rapporto debito/Pil.²⁸ Nel triennio successivo, il forte aumento dei deficit e dei debiti pubblici in rapporto al Pil registrato nell'area dell'euro dopo lo scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti ha causato una repentina caduta del prezzo di mercato dei titoli di stato dei paesi più indebitati. Contestualmente, è stato osservato un drastico aumento del differenziale di tasso (*spread*) tra questi titoli e i *Bund* tedeschi, considerati i titoli a minor rischio di insolvenza tra quelli emessi dai paesi dell'Eurozona. L'aumento

²⁷ Eichengreen (2015), p. 7.

²⁸ Al di fuori dell'Eurozona, in Gran Bretagna il neo-eletto governo conservatore di David Cameron ha avviato un programma pluriennale di drastici tagli alla spesa pubblica a partire dal giugno del 2010.

degli *spread* è stato di tale entità da minacciare la sostenibilità dei debiti pubblici dei paesi maggiormente esposti, e quindi la stabilità dell'intero sistema bancario europeo, perché il fallimento (*default*) di uno Stato sovrano dell'Eurozona avrebbe travolto anche le sue banche creditrici.

Secondo l'interpretazione del governo tedesco, fatta propria anche dalla Commissione europea e dalla Banca centrale europea, la profonda recessione seguita al fallimento di Lehman Brothers non è alla radice della crisi nell'Eurozona, ma ne rappresenta soltanto la causa scatenante. L'esplosione degli *spread* andrebbe invece attribuita a ragioni più profonde, legate alla dissoluta politica di spesa pubblica condotta negli anni precedenti l'esplosione della crisi dai paesi cosiddetti 'periferici' dell'Eurozona (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia).

Pertanto, l'ex Ministro delle finanze tedesco Wolfgang Schäuble ha sostenuto che la via di uscita dalla crisi sarebbe dovuta passare dalla riforma delle norme che regolano la disciplina fiscale nell'area dell'euro. Inoltre, a giudizio di Schäuble, lo scoppio della crisi imponeva l'attuazione di politiche di austerità volte a ridurre i livelli dei deficit e dei debiti pubblici e a realizzare politiche 'strutturali' che consentissero ai paesi maggiormente indebitati di vivere entro i limiti dei propri mezzi, di riguadagnare competitività sui mercati internazionali e di intraprendere un percorso di crescita sostenibile basato sui guadagni di produttività di lungo periodo:

The collapse of Lehman Brothers in the autumn of 2008 triggered the most serious financial and economic crisis in 80 years. The crisis in financial markets was contained only when central banks provided liquidity to financial institutions that were under duress, and when governments stood by with capital support and guarantees. The recession was cut short as governments, notably those of industrialised nations, offset falling demand by the private sector with unprecedented fiscal stimuli. [...] And yet the financial crisis and the ensuing recession only go so far towards explaining [the] high levels of indebtedness. The truth is that a number of European and G20 countries have over the past decades lived well beyond their means. [...] The additional debt burden of recent years was just the last straw to break the camel's back- albeit a rather heavy one. Even in good times, governments have far too long been spending more than they earned. Perhaps worse, some also spent more than they could easily repay, given their economies' declining long-term growth potential because of the ageing of their populations. The profligacy of governments has led to levels of debt that will become unsustainable if we do not at once begin to reduce them. [...] It's a matter of fact rather than faith that only sustainable growth via long-term productivity gains and reduced deficits can increase employment, secure public revenues and raise living standards. [...] When tackling expenditure, [...] savings in welfare spending as well as labour-market reforms are a necessary part of any sustainable fiscal-consolidation plan. [...] There is little choice but to cut [...] welfare spending [...] if we are to contain government expenditure in any meaningful way. [...] the crisis in Greece has revealed structural weaknesses of the European

Monetary Union's fiscal policy framework that cannot, and should not, be fixed by routinely throwing other countries' money at the problem. [...] That is why we need a more effective crisis-prevention and crisis-resolution framework for the eurozone through the strengthening of the preventive and corrective arms of the Stability and Growth Pact. [...] it is worth remembering that monetary union was not intended to be a panacea for eurozone members [...]. Nor was it meant to be a system of redistribution from rich to poorer countries via cheaper borrowing for governments by means of common Eurobonds or outright fiscal transfers. European Monetary Union won't succeed if some countries persistently run deficits and weaken their competitiveness at the expense of the euro's stability. [...] EMU was in fact designed to encourage structural reforms. Profligate members were supposed to be forced by the rules of the Stability and Growth Pact, as well as by their peers, to live within their means and strengthen their competitiveness.²⁹

In conformità con il punto di vista espresso da Schäuble, i piani di sostegno finanziario alla Grecia, all'Irlanda e al Portogallo orchestrati dalla Commissione europea, dalla Bce e dal Fmi attraverso l'istituzione di appositi fondi di stabilizzazione emergenziali (la *European Financial Stability Facility - EFSF*) e lo *European Financial Stabilisation Mechanism - EFSM*),³⁰ e gli interventi calmieranti della Bce sul mercato secondario dei titoli di Stato, con particolare riferimento ai titoli di Stato italiani e spagnoli, sono stati condizionati alla realizzazione:

- di programmi di aggiustamento basati su drastiche politiche di contenimento della spesa pubblica, e
- di politiche di riforma 'strutturali' del mercato del lavoro basate sulla riduzione dei sussidi di disoccupazione e delle forme di assicurazione sociale, sull'incremento della flessibilità dei salari e delle condizioni di lavoro, e sui programmi di riqualificazione professionale che favoriscono la mobilità occupazionale e geografica dei lavoratori.

Al di là degli interventi emergenziali, le autorità europee hanno ritenuto che dovessero essere corrette anche alcune carenze dell'assetto istituzionale dell'Unione economica e monetaria (UEM). Per porre rimedio a tali carenze, è stata introdotta una serie di misure dirette a migliorare le regole in materia di conti pubblici e ad agevolare il ripristino della disciplina fiscale all'interno dell'Unione.

Tra queste misure ricordiamo, in particolare, l'entrata in vigore di sei nuovi atti legislativi nel mese di dicembre del 2011, il cosiddetto *six pack*. Con riferimento alle regole di bilancio, il *six pack* rafforza il meccanismo sia preventivo che correttivo del Patto di stabilità e crescita (PSC).³¹

²⁹ Schäuble (2010), pp. 1-4.

³⁰ Sia l'EFSF che l'EFSM sono stati istituiti a seguito delle decisioni adottate dai governi dell'Eurozona nel maggio del 2010. Per maggiori dettagli si confronti Sinn (2014a), pp. 267 e ss.

³¹ Il *six pack* contiene anche una nuova *Procedura per gli squilibri macroeconomici* che comprende anche delle soglie di tolleranza per il saldo delle partite correnti. Tuttavia, tali soglie sono state definite in

L'elemento più recente della riforma delle norme relative ai conti pubblici è invece legata alla firma del Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance nell'UEM (TSCG) avvenuta a opera di tutti gli Stati membri dell'Unione europea, a eccezione del Regno Unito e della Repubblica Ceca, nel marzo del 2012.³² La parte fiscale del Trattato, nota come Patto di bilancio o *Fiscal compact*, si prefigge l'obiettivo fondamentale di promuovere la disciplina di bilancio procedendo sulla scorta del PSC rafforzato e nell'ottica di un ulteriore miglioramento dello stesso. A tal fine, il Patto di bilancio prevede che, attraverso norme vincolanti e di natura permanente, preferibilmente di rango costituzionale, le parti contraenti si impegnino a recepire nei rispettivi ordinamenti nazionali il vincolo del bilancio in pareggio.³³

In secondo luogo, il Patto di bilancio accresce l'automaticità della procedura per i disavanzi eccessivi prevista dal PSC rafforzato. Il patto richiama anche gli obblighi giuridici dei paesi con un elevato debito pubblico già previsti nel meccanismo correttivo del PSC rafforzato, ribadendo che i paesi che presentano un rapporto debito/PIL superiore al 60 per cento sono tenuti a diminuirlo mediamente di un ventesimo all'anno sino al raggiungimento del valore di soglia.³⁴

Oltre alla necessità di una più rigorosa osservanza delle regole poste a tutela della disciplina di bilancio, le autorità europee hanno anche individuato uno degli elementi di maggior debolezza della *governance* dell'Uem nella mancanza di uno strumento per la gestione di shock esterni imprevisti. In assenza di una autorità fiscale centralizzata e di una barriera finanziaria protettiva, l'elevato livello di integrazione economica e finanziaria nell'area dell'euro alimenta infatti il rischio di contagio dai singoli paesi membri all'intera Eurozona.

Per questo motivo, i governi dell'area dell'euro hanno deciso di istituire il Meccanismo europeo di stabilità (*ESM - European Stability Mechanism*), un meccanismo permanente per la gestione delle crisi destinato a salvaguardare la stabilità finanziaria nell'insieme dell'area dell'euro e a sostituire l'EFSM e l'EFSF. I meccanismi di funzionamento dell'ESM restano tuttavia ancorati alla filosofia che ha guidato gli interventi dei fondi di stabilizzazione emergenziali preesistenti. L'erogazione dei finanziamenti dell'ESM è infatti anch'essa subordinata alla realizzazione di programmi di aggiustamento comprendenti politiche di

modo asimmetrico. Più precisamente, la nuova procedura per il monitoraggio e la correzione degli squilibri macroeconomici fa riferimento alla media mobile su tre anni del rapporto tra saldo delle partite correnti e Pil, con soglie pari a +6 per cento e -4 per cento del Pil. Tollerando surplus più grandi dei deficit, in pratica si autorizza i paesi creditori a prestare più di quanto i paesi debitori possano prendere a prestito (Bagnai (2012), pp. 234-236). Per maggiori dettagli sui provvedimenti previsti dal *six pack* si vedano BCE (2011b, 2011d) e Parlamento europeo (2014).

³² Anche la Croazia, che è entrata nell'Unione Europea l'1 luglio 2013, non aderisce al TSCG.

³³ In Italia il TSCG è stato ratificato con la legge n. 114 del 23 luglio 2012, mentre il vincolo del pareggio di bilancio è stato introdotto anticipatamente con la legge costituzionale n. 1 del 20 aprile 2012.

³⁴ Per un approfondimento sui contenuti del TSCG si veda BCE (2012a).

contenimento della spesa pubblica e dei salari e politiche di riforma strutturale del mercato del lavoro.³⁵

Come è noto, nel luglio del 2015 l'imposizione di ulteriori politiche di austerità e di più radicali riforme strutturali come condizione imprescindibile per l'attivazione di un nuovo pacchetto di salvataggio finanziario della Grecia ha determinato la più profonda crisi del processo di integrazione europea dalla firma dei Trattati di Roma nel 1957. I negoziati tra il governo greco e il Fmi, la Bce e la Commissione europea sono arrivati più volte vicini al punto di rottura, configurando la concreta possibilità della uscita di un paese membro dall'Eurozona e di ripercussioni difficilmente configurabili sulla tenuta stessa dell'Unione.

³⁵ Il consenso politico sull'ESM è stato raggiunto nella riunione del Consiglio europeo del 16 e 17 dicembre 2010, quando è stato deciso di aggiungere un nuovo paragrafo all'articolo 136 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea attraverso la procedura di revisione semplificata. La modifica al Trattato si è resa indispensabile in quanto il testo precedente vietava che un paese dell'Eurozona sull'orlo della bancarotta potesse essere salvato dall'intervento finanziario di un altro Stato membro. La *governance* del Meccanismo europeo di stabilità è definita da uno specifico trattato sottoscritto dagli Stati membri dell'area dell'euro, che lo qualifica come organizzazione intergovernativa nel quadro del diritto pubblico internazionale. Ai fini dell'accesso ai prestiti erogati dall'ESM un ruolo molto importante viene svolto dal TSCG. Dal 1° marzo del 2013, infatti, la concessione dell'assistenza finanziaria nell'ambito dei programmi dell'ESM è subordinata alla ratifica del TSCG da parte del paese interessato e, una volta scaduto il termine massimo di un anno, all'adeguato recepimento di una serie di elementi fondamentali del Patto di bilancio nell'ordinamento nazionale. Per una descrizione dettagliata degli strumenti per l'assistenza finanziaria, dei criteri di attuazione del meccanismo, dei criteri per la partecipazione del settore privato al piano di assistenza finanziaria e delle modalità di finanziamento dell'ESM, si rimanda a BCE (2011c). L'ESM è attivo dal luglio del 2012, ed è entrato in funzione per la prima volta nel maggio del 2013, in occasione del salvataggio del sistema bancario cipriota, che era entrato in crisi a seguito di una parziale ristrutturazione del debito sovrano greco avvenuta a febbraio del 2012.

CAPITOLO 2

La centralità del risparmio e del mercato dei capitali per il processo di convergenza economica nell'Eurozona

1. L'integrazione finanziaria come premessa per la convergenza tra le economie dell'Unione monetaria

All'inizio del nuovo millennio, l'introduzione dell'euro aveva sollevato aspettative fortemente ottimistiche sul futuro dell'economia europea. L'economista tedesco Hans-Werner Sinn, che è considerato uno dei più prestigiosi economisti tedeschi contemporanei, e che esercita una forte influenza sugli ambienti conservatori in Germania, ricorda che i vantaggi derivanti dall'adozione della moneta unica consistevano non soltanto nella eliminazione dei costi di transazione legati al cambio delle monete nazionali, ma, anche e soprattutto, nella scomparsa dell'incertezza connessa alla variabilità dei tassi di cambio. Le continue oscillazioni dei cambi rappresentavano infatti un significativo ostacolo al commercio intra-europeo¹ e, peggio ancora, un grave intralcio alla libertà di movimento dei capitali:

Exchange rate turbulence does much more than hinder trade [...]. It disrupts the free movement of capital, since credit contracts, given the long maturities involved and their low margins relative to the transaction volume, are particularly vulnerable to exchange rate fluctuations. If the creditor provided a loan in his home currency, the risk upon maturity lay with the borrower. Many borrowers in eastern Europe who took on credit denominated in euros or Swiss francs are burdened now by the relative depreciation of their local currencies, making it very hard for them to continue servicing their debts at all. This was exactly the situation among western European countries before the currency union. If, on the other hand, credit was granted in the currency of the borrower, the lender couldn't know what he was getting into. Either way, international credit relations were disrupted.²

L'importanza di mercati finanziari efficienti e integrati è sottolineata anche nelle *Conclusioni della Presidenza* del Consiglio Europeo straordinario tenuto a Lisbona nel

¹ "The euro protected the Eurozone's businesses and finances against the turbulences of flexible exchange rates, which had been a huge problem in the decades before the new currency was introduced, in particular around 1992 when the nominally fixed exchange rate was suddenly realigned. However, it also prevented inflation-prone countries from maintaining their competitiveness by performing regular devaluations. From the time the Bretton Woods system collapsed (1973) to the virtual introduction of the euro (1999), the lira devalued against the Deutschmark by 80%, the peseta by 76% and the French franc by 52%. In the EMS period (13 March 1979 to 31 December 1998), Italy devalued thirteen times and revalued once, France devalued six times and Spain (after accession in 1989), four times." (Sinn (2014a), pp. 23-24)

² *Ibidem*, p. 25.

marzo del 2000. L'agenda definita dalla cosiddetta 'Strategia di Lisbona' era considerata come un complemento alla introduzione della moneta unica che avrebbe fornito una ulteriore spinta alle prospettive di crescita e di prosperità economica del vecchio continente. Al punto 20 dell'agenda di Lisbona si legge:

L'esistenza di mercati finanziari efficienti e trasparenti favorisce la crescita e l'occupazione attraverso una migliore distribuzione del capitale e la riduzione dei costi di quest'ultimo. Siffatti mercati svolgono un ruolo essenziale in termini di impulso alle nuove idee e promozione sia dell'accesso alle nuove tecnologie che dell'utilizzo delle medesime. E' essenziale sfruttare le potenzialità dell'euro per progredire verso l'integrazione dei mercati finanziari dell'UE. Inoltre, l'esistenza di mercati del capitale di rischio efficienti svolge una funzione importantissima per le piccole e medie imprese innovative e a forte crescita e la creazione di nuovi posti di lavoro sostenibili.

Nel 2000 Sinn era tra coloro che si aspettavano una spinta alla crescita europea e alla convergenza tra le economie dei paesi aderenti alla moneta unica per effetto di una più efficiente allocazione dei capitali nell'Eurozona. Secondo Sinn, infatti, l'allineamento dei tassi di interesse nominali nell'area dell'euro avrebbe determinato l'afflusso dei risparmi disponibili verso le aree caratterizzate da una minore intensità di capitale e, quindi, da una più elevata produttività marginale del capitale stesso.

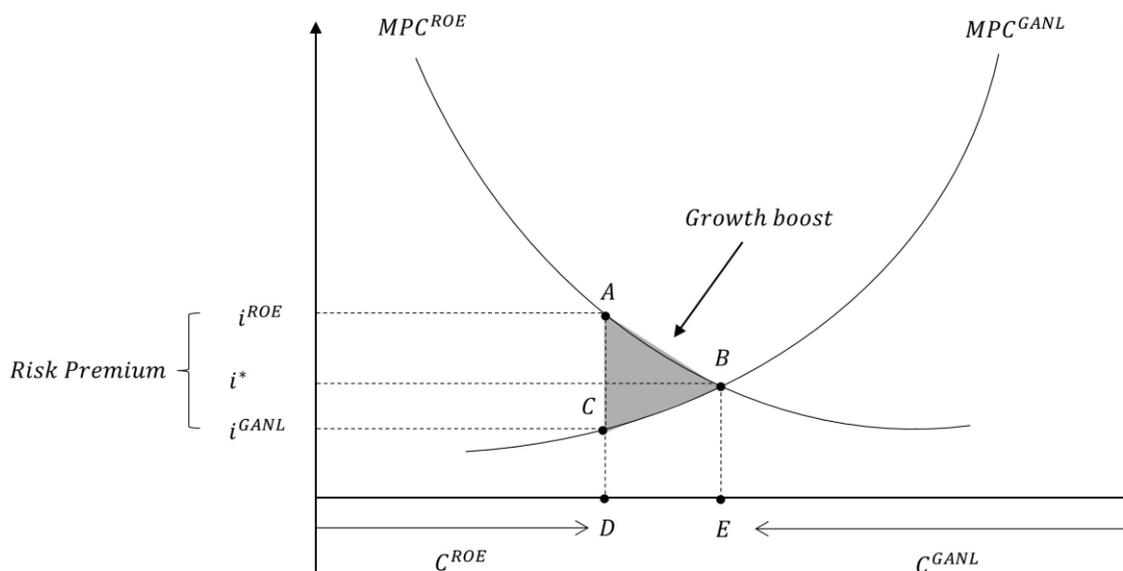


Figura 1 – La redistribuzione dei capitali nell'Eurozona dopo l'introduzione della moneta unica (Fonti: Sinn e Koll (2000), p. 31 e Sinn (2010b), p. 12)

Seguiamo il ragionamento di Sinn facendo riferimento alla figura 1. L'asse delle ascisse mostra il capitale complessivamente disponibile nei paesi aderenti all'Unione monetaria. Il capitale utilizzato nei paesi che, prima dell'introduzione dell'euro, facevano parte della cosiddetta 'zona del marco tedesco', ovvero la Germania, l'Austria e l'Olanda, è indicato con (C^{GANL}) e viene misurato da destra a sinistra, mentre il capitale impiegato negli altri paesi dell'Eurozona è indicato con (C^{ROE}) e viene misurato da sinistra a destra.³

Le due curve contrassegnate da MPC^{ROE} e MPC^{GANL} descrivono le produttività marginali dei capitali (*Marginal Productivity of Capital*) investiti nelle regioni 'periferiche' e in quelle 'centrali' dell'Eurozona. Sinn spiega l'impulso alla crescita europea atteso dopo la scomparsa del rischio di cambio conseguente all'introduzione della moneta unica nel modo seguente:

Without the introduction of the euro, the risk premia would have remained, and a capital market equilibrium would have arisen to the left of the intersection point of the marginal productivity curves at which the interest rates of the countries would have differed by the risk premium AC . With the introduction of the euro, the risk premium disappears, however, and the interest rates converge at the level of i^* , which implies an increase in the German, Dutch and Austrian interest rates and a decline of the rates of the [...] other euro countries. To the extent of DE , capital that otherwise would have been invested in Germany, Holland and Austria is diverted to the other countries. GDP in these countries is therefore higher by the area $ABED$, and GDP in Germany, Holland and Austria is lower by the area $CBED$ than would have been the case without the euro. On balance, therefore, the introduction of the euro increases total European GDP by the triangle ABC . This explains the boost to growth.⁴

In sostanza, secondo Sinn, dopo l'introduzione dell'euro i capitali dei paesi aderenti all'Unione monetaria sarebbero stati allocati in modo ottimale, perché, in mancanza di frizioni determinate dalla volatilità dei tassi di cambio, la produttività marginale del capitale investito nei paesi 'periferici' dell'Eurozona avrebbe uguagliato la produttività marginale del capitale investito nei paesi 'centrali'.

³ *GANL* sta per Germany, Austria, Netherlands, mentre *ROE* sta per *Rest of Europe*. Prima della introduzione dell'euro, i paesi della 'zona del marco tedesco' avevano fissato il loro tasso di cambio rispetto al marco. I tassi di interesse sui titoli pubblici di questi paesi erano quindi sostanzialmente identici e molto più bassi di quelli richiesti dai mercati sui titoli di Stato degli altri paesi che sarebbero entrati nell'Unione monetaria.

⁴ Sinn e Koll (2000), p. 31.

Nel 2002, questa visione ottimistica sui destini dell'Unione monetaria ha trovato autorevole conferma in un influente lavoro di Blanchard e Giavazzi basato sul moderno approccio intertemporale alla bilancia dei pagamenti.⁵

Per comprendere l'approccio di Blanchard e Giavazzi, riprendiamo alcune semplici identità di contabilità nazionale. Come è noto, in una economia aperta il reddito prodotto da un paese non coincide con il Pil, ma con la somma del Pil e dei redditi netti dall'estero:

$$Y^N = PIL + \underbrace{RM - RX}_{RNE \text{ (Redditi netti dall'estero)}} \quad .^6$$

Ricordando che

$$PIL = C + G + I + \underbrace{EXP - IMP}_{NX \text{ (Esportazioni nette)}},$$

possiamo scrivere:

$$Y^N = C + G + I + NX + RNE.$$

Sottraendo il valore delle imposte da entrambi i lati dell'ultima eguaglianza, otteniamo:

$$\underbrace{Y^N - T}_{Y^D \text{ (Reddito disponibile)}} = C + G - T + I + \underbrace{NX + RNE}_{SPC \text{ (Saldo delle partite correnti)}}.$$

Poiché il saldo delle partite correnti è dato dalla somma tra la bilancia commerciale (le esportazioni nette) e i redditi netti dall'estero, abbiamo che:

$$SPC = \underbrace{(Y^D - C)}_{S^P \text{ (Risparmio privato)}} + \underbrace{(T - G)}_{S^G \text{ (Risparmio pubblico)}} - I,$$

e quindi:

$$SPC = S - I.$$

⁵ Sull'approccio intertemporale alla bilancia dei pagamenti si vedano Gandolfo e Belloc (2009, Capitolo 14), Schmitt-Grohé, Uribe e Woodford (2015) e Cesaroni e De Santis (2014).

⁶ $RM - RX$ indica la differenza tra i redditi da capitale e da lavoro guadagnati all'estero e i redditi da capitale e da lavoro trasferiti all'estero. Più precisamente, per quanto riguarda i redditi da lavoro, si tiene conto della differenza tra i redditi dei residenti per prestazioni lavorative fatte all'estero a non residenti e i redditi percepiti dai non residenti per prestazioni lavorative effettuate sul territorio nazionale a beneficio dei residenti. Per quanto riguarda invece i redditi da capitale, si computa la differenza tra gli interessi e i dividendi ottenuti dai residenti che hanno investito in titoli obbligazionari e azioni straniere e gli interessi e i dividendi versati dai residenti ai non residenti che hanno investito in titoli obbligazionari e azioni nazionali.

Quest'ultima espressione mette in evidenza l'idea centrale dell'approccio intertemporale alla bilancia dei pagamenti, ovvero che il saldo delle partite correnti è determinato dalle decisioni intertemporali di risparmio e di investimento di famiglie e imprese mosse dall'obiettivo di massimizzare, rispettivamente, la loro utilità e i loro profitti.⁷

Inoltre, essa ci dice che in un paese che registra un deficit delle partite correnti ($SPC < 0$), perché, sostanzialmente, importa più di quanto esporta, i risparmi nazionali non sono sufficienti a finanziare gli investimenti ($S < I$). In tal caso, il paese deve rivolgersi al mercato dei capitali internazionali per acquistare all'estero le risorse destinate agli impieghi eccedenti la capacità produttiva nazionale. Di conseguenza, il deficit delle partite correnti viene controbilanciato da un surplus dei movimenti di capitale. L'opposto vale, ovviamente, nel caso di un paese che presenta un surplus delle partite correnti:

A trade surplus is basically the same as a capital export. [...] The terms 'current account surplus' and 'capital export' have different semantic connotations that tend to confuse politicians and the media, but for all practical purposes they mean exactly the same thing. [...] Exporting capital means exporting the right to dispose of *real* economic resources today in exchange for receiving a return on such resources in the future.⁸

Nel modello intertemporale, le risorse reali vengono scambiate contro attività finanziarie che danno diritto a un certo ammontare di beni futuri. Se, per semplicità, consideriamo soltanto due periodi di tempo (il periodo 0 e il periodo 1), ciò significa che, nel periodo 0, il paese in deficit che importa risorse reali emette un titolo che incorpora l'obbligo di ripagare nel periodo 1 il valore dei beni presi a prestito più un interesse. Sia i paesi in deficit che quelli in surplus sono quindi soggetti al seguente vincolo di bilancio intertemporale:

$$(S_0 - I_0) + \frac{S_1 - I_1}{1 + r} = 0 \quad \text{ovvero} \quad SPC_0 + \frac{SPC_1}{1 + r} = 0.⁹$$

Per rispettare il vincolo di bilancio intertemporale, il paese che si indebita nel presente deve utilizzare i prestiti ottenuti all'estero per finanziare gli investimenti che consentano di produrre le risorse necessarie a rimborsare il prestito e gli interessi nel futuro. Viceversa, il paese che, nel presente, risparmia più di quanto investe

⁷ Gandolfo e Belloc (2009, p. 231) sottolineano come l'approccio intertemporale possa essere considerato come una estensione dell'approccio assorbimento sviluppato da Alexander in un importante contributo del 1952.

⁸ Sinn (2010b), p. 15 (corsivo aggiunto nel testo).

⁹ Si veda Gandolfo e Belloc (2009, p. 233).

accumula redditi da capitale che consentiranno di ridurre i risparmi e di aumentare la spesa per consumi e investimenti (privati e pubblici) nel futuro.

Nelle relazioni che descrivono il vincolo di bilancio intertemporale, il tasso di interesse che compare nel fattore di sconto (r) coincide con il tasso di interesse di equilibrio che, in regime di perfetta mobilità dei capitali, è determinato su un ipotetico mercato dei capitali internazionale, in cui le funzioni di offerta e di domanda di risorse risparmiate sono il risultato della aggregazione delle funzioni di risparmio e di investimento nazionali (figura 2).¹⁰

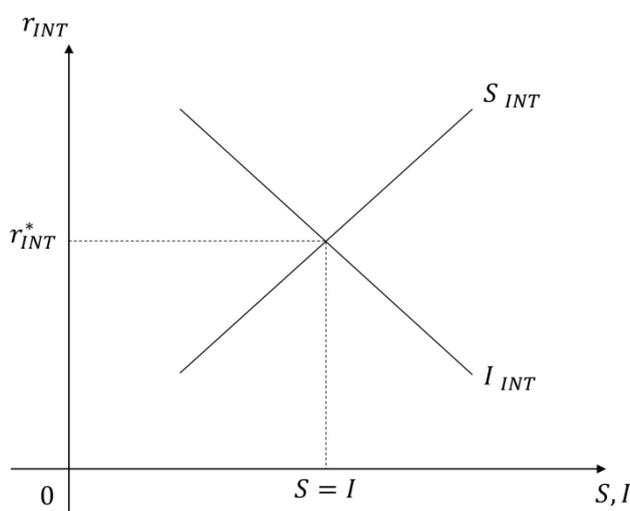


Figura 2 – Il mercato dei capitali internazionale

La possibilità di finanziare gli investimenti domestici facendo ricorso non solo ai risparmi nazionali, ma anche a quelli internazionali è stata enfatizzata da Ben Bernanke con riferimento ai crescenti deficit delle partite correnti registrati negli Stati Uniti nel periodo che va dalla metà degli anni '90 del secolo scorso agli anni immediatamente precedenti l'esplosione della crisi dei mutui *subprime*:

[...] in a closed economy investment would equal national saving in each period; but, in fact, virtually all economies today are open economies, and well-developed international capital markets allow savers to lend to those who wish to make capital investments in any country, not just their own. Because saving can cross international borders, a country's domestic investment in new capital and its domestic saving need not be equal in each period. If a country's saving exceeds its investment during a particular year, the difference represents excess saving that can be lent on international capital markets. By the same token, if a country's saving is less than the amount required to finance domestic investment, the country can close the gap by borrowing from abroad. [...] The

¹⁰ Su questo punto si vedano Metzler (1960) e, più recentemente, Caballero *et alia* (2008).

textbook analysis suggests that, with desired saving outstripping desired investment, the real rate of interest should fall to equilibrate the market for global saving. Indeed, real interest rates have been relatively low in recent years, not only in the United States but also abroad.¹¹

In Europa, gli anni compresi tra l'introduzione dell'euro e lo scoppio della bolla sul mercato immobiliare statunitense sono stati caratterizzati dall'accumulo di crediti verso l'estero dei paesi 'centrali' dell'Eurozona e dall'accumulo di debiti esterni dei paesi 'periferici'. Poiché, in quegli anni, il saldo delle partite correnti dell'Eurozona nel suo complesso era sostanzialmente in pareggio, il surplus dei paesi 'centrali' non poteva che essere il riflesso dei deficit degli altri paesi aderenti all'area dell'euro.¹²

Blanchard e Giavazzi (2002) hanno interpretato questi squilibri come la manifestazione virtuosa dell'avvio di un processo di convergenza spontaneo tra le economie a più alto reddito e quelle a più basso reddito dell'Eurozona, in cui i paesi caratterizzati da un più basso livello del prodotto pro-capite erano anche quelli che, in prospettiva, presentavano maggiori potenzialità di crescita della produttività dei fattori della produzione e del reddito, e quindi anche una maggiore capacità di ricevere prestiti e di rimborsarli. Le conclusioni di Blanchard e Giavazzi sono state sintetizzate nel modo seguente in un successivo lavoro dello stesso Giavazzi e di Luigi Spaventa (2010, p. 4):

Financial integration and lower interest rates due to the elimination of the exchange-rate premium remove obstacles to capital flows providing fuel for the catching-up dynamics and financing [of] the current account deficits. [...] Blanchard and Giavazzi (2002), considering the Euro area, use an intertemporal model to show that for a country the optimal level of external borrowing is higher, and hence savings are lower or investment higher, the greater its expected output growth relative to the area average, the lower the wedge between the domestic and the foreign interest rate and the higher the elasticity of substitution between domestic and foreign goods [...]. Given the initial output differentials, EMU and the single market have increased the optimal level of external borrowing, and hence the excess of investment over savings, by reducing the interest rate wedge and by increasing the elasticity of substitution between domestic and foreign goods. Countries at the periphery of the union, with lower levels of per capita income to start with, are therefore expected to run persistent current deficits as a physiological effect of their catching up process.

¹¹ Bernanke (2005), pp. 3 e 7.

¹² “[...] the GANL countries, i.e. the former effective deutschmark zone consisting of Germany, Austria and the Netherlands [...] developed a current account surplus that culminated at a value of 244 billion euros in 2007, of which 185 billion were accounted for by Germany alone. By contrast the rest of the euro countries went into a current account deficit that culminated at 280 billion euros in 2008.” (Sinn (2010b), p. 14)

Secondo Blanchard e Giavazzi, la raggiunta integrazione ed efficienza dei mercati finanziari europei conseguente all'introduzione dell'euro rappresentava un elemento essenziale per la convergenza tra le economie dell'Unione, perché spingeva i paesi 'periferici' ad attirare e ad accumulare capitale, sfruttando al meglio i canali di indebitamento con l'estero. Al tempo stesso, essa confermava le conclusioni dell'approccio intertemporale alla bilancia dei pagamenti, secondo cui, in presenza di perfetta mobilità dei capitali, la divergenza tra il risparmio e l'investimento nazionali sono il risultato normale del comportamento di agenti ottimizzanti. Con riferimento ai paesi dell'Unione europea, e in misura ancora maggiore ai paesi dell'area dell'euro, l'evidenza empirica sembrava dunque indicare la fine del cosiddetto rompicapo (*puzzle*) di Feldstein e Horioka (1980), ovvero il persistere di una stretta correlazione tra i risparmi e gli investimenti nazionali, nonostante la formale liberalizzazione dei movimenti di capitale e l'apertura dei mercati finanziari internazionali.¹³

In una pubblicazione del 2001 edita dal *Centre for Economic Policy Research (CEPR)* coautorata anche da Alesina, Galí e Uhlig, Blanchard e Giavazzi hanno inoltre affermato che i crescenti differenziali di inflazione tra i paesi 'periferici' e quelli 'centrali' dell'Eurozona osservati dopo l'introduzione della moneta unica non erano imputabili all'eccessiva pressione della domanda aggregata rispetto alla capacità produttiva potenziale dei paesi 'periferici', quanto piuttosto a un fisiologico processo di aggiustamento dei prezzi relativi associato alla convergenza economica reale in atto, che è stato descritto per la prima volta nel 1964 in due contributi indipendenti di Béla Balassa e Paul Samuelson.¹⁴ Sempre nel 2001, analogo giudizio è stato espresso anche da Sinn e Reutter:

¹³ Blanchard e Giavazzi (2002, p. 183). Obstfeld e Rogoff (2000) considerano il rompicapo di Feldstein e Horioka uno dei sei maggiori problemi irrisolti della macroeconomia internazionale. Nel 1980, Feldstein e Horioka hanno effettuato una analisi econometrica su sedici paesi dell'OCSE per il periodo 1960-1974 i cui risultati indicavano una fortissima correlazione fra i saggi di investimento e i saggi di risparmio nazionali. Infatti, la regressione stimata da Feldstein e Horioka

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_i = 0,035 + 0,887\left(\frac{S}{Y}\right)_i + v_i \quad \text{con } R^2 = 0,91$$

mostrava che nei sedici paesi dell'OCSE presi in considerazione (identificati dal pedice *i*) il rapporto tra investimenti e Pil era determinato quasi univocamente dal rapporto tra risparmi e Pil. Mentre in una economia chiusa risparmio e investimento non possono che muoversi in sincronia, in una economia aperta tale sincronia si manifesta soltanto in assenza di libertà di movimento dei capitali. Data la forte e significativa correlazione tra risparmio e investimento nazionali nei paesi dell'OCSE presi in considerazione, Feldstein e Horioka conclusero che l'evidenza empirica rivelava un basso grado di effettiva mobilità internazionale dei capitali.

¹⁴ "In a number of countries, especially those where inflation is above the euro area average, [...] inflation is an equilibrium phenomenon, and thus nothing to worry about. Higher inflation [...] does not come about because output exceeds potential: it simply reflects the adjustment of relative prices naturally associated with growth, and known as the Balassa-Samuelson effect." (Alesina *et alia* (2001), p. 16)

There are traded goods and non-traded goods, and there are advanced and less advanced countries. Traded goods have the same price everywhere, but the prices of non-traded goods may differ between the countries. Labour productivity in the traded goods sector of the less advanced countries tends to grow exceptionally fast, driving up wages in these countries. The wage increase translates into an increase in the price of non-traded goods relative to the price of traded goods and also to an increase in the average price level of these countries relative to the average price level in the more advanced countries. Thus, a stable aggregate price level for all countries taken together requires a deflation in the more advanced countries, and a constancy of the more advanced countries' price level implies that there is inflation in the aggregate. [...] While there are no less developed countries according to the usual definition in Euroland, we find that the Balassa-Samuelson effect has nevertheless been very strong in previous years.¹⁵

Negli anni immediatamente successivi alla introduzione della moneta unica, l'ortodossia accademica tedesca e quella internazionale concordavano quindi sul fatto che non solo i crescenti squilibri esterni, ma anche i crescenti differenziali di inflazione all'interno dell'area dell'euro rappresentavano fenomeni legati alla convergenza tra le economie reali dei paesi 'centrali' e di quelli 'periferici' dell'Eurozona.¹⁶

Nel 2008, in un volume dedicato ai successi e alle sfide a dieci anni dalla istituzione della Unione monetaria ed economica, complessivamente, questo punto di vista veniva condiviso anche dalla Commissione europea:

The performance of [...] (Spain, Ireland and Greece) [has] shown a satisfactory development overall [...]. The strong performers have been thriving on investment booms spurred by capital inflows attracted by comparatively high rates of return, with the single currency and the integration of financial markets acting as a catalyst. [...] Overall, the divergences in growth and inflation have been long-lasting, involving major shifts in intra-euro-area real effective exchange rates [...]. This has been reflected in divergent current account positions across countries. Some, but not all, elements of these differences in inflation, growth and external positions can be attributed to structural convergence in living standards (real convergence). Even so, not all inflation differentials are harmful; some are merely a sign that competitiveness

¹⁵ Sinn e Reutter (2001), p. 4. Sull'effetto Balassa-Samuelson si confronti anche BCE (1999b), p. 40.

¹⁶ Anche la Bce difendeva la tesi della transitorietà dei differenziali di inflazione associandoli all'effetto Balassa-Samuelson: "[...] with regard to goods which are less easily traded across national borders (e.g. housing and many kinds of services), convergence of productivity and living standards across the euro area would create a tendency towards price level convergence. This latter effect is commonly known as the Balassa-Samuelson effect after the two economists, B. Balassa and P.A. Samuelson who introduced the hypothesis simultaneously in 1964 [...]. [...] convergence of *price levels* within the euro area would, of course, give rise to some differentials in *inflation rates* across countries in the transition period, with "low price level" countries tending to experience somewhat faster rates of price increase than "high price level" countries." (BCE (1999b), p. 38)

realignment is doing its job as an instrument of intra-area adjustment in the absence of exchange rates.¹⁷

2. L'impostazione tipicamente neoclassica delle tesi sulla convergenza tra le economie dell'Eurozona

2.1. *Accumulazione di capitale e crescita economica*

Le analisi di Sinn, Blanchard e Giavazzi sintetizzate nel paragrafo precedente evidenziano l'importanza delle determinanti 'prossime' della crescita, sottolineando, in particolare, il ruolo svolto dalla accumulazione di capitale fisico, e mostrando, quindi, la perdurante rilevanza attribuita al modello di crescita neoclassica elaborato indipendentemente da Solow (1956) e Swan (1956) verso la metà del secolo scorso. Successivamente raffinato, tale modello è oggi associato principalmente al nome di Robert Solow, cui i contributi alla teoria della crescita economica sono valse l'attribuzione del premio Nobel per l'economia nel 1987. Nel modello di Solow, le economie caratterizzate da una minore disponibilità di capitale fisico in rapporto alla dotazione di lavoro (relativamente al rapporto capitale/lavoro di lungo periodo) tendono a presentare tassi di rendimento del capitale e tassi di crescita più elevati. Il modello di Solow descrive un processo di convergenza economica *condizionale*, perché i livelli di equilibrio stazionario del capitale e del prodotto per lavoratore dipendono dal saggio di risparmio, dal tasso di crescita della popolazione e dalla posizione della funzione di produzione, ovvero da caratteristiche che possono variare da paese a paese.¹⁸ Ma, come abbiamo visto in precedenza, in regime di economia aperta il ruolo del risparmio nazionale ai fini del processo di accumulazione del capitale, e quindi del processo di convergenza, riveste minore importanza, perché le risorse necessarie alla crescita economica possono essere reperite anche all'estero.¹⁹

Ciò che interessa principalmente in questa sede, non è tanto distinguere tra la provenienza (domestica o internazionale) delle risorse che alimentano gli investimenti, quanto evidenziare i tratti tipicamente neoclassici del modello di crescita elaborato da Solow.

Nel modello di Solow la crescita economica è determinata univocamente dal lato dell'offerta aggregata.²⁰ La tecnologia esistente, che trova espressione in una

¹⁷ Commissione europea (2008), p. 21.

¹⁸ Per approfondimenti sul modello di Solow si vedano Jones (2013, Capitolo 2), Weil (2013, Capitolo 3), Barro e Sala i Martin (2004, Capitolo 1), Romer D. (2012, Capitolo 1) e Carlin e Soskice (2006, Capitolo 13).

¹⁹ Sul modello di crescita di Solow in economia aperta si vedano Claus *et alia* (2001) e Weil (2013, Capitolo 11).

²⁰ " 'Crescita' significa crescita del prodotto potenziale. L'idea è di isolare una crescita relativamente regolare, con le caratteristiche di una tendenza di fondo, dominata dai fattori che agiscono dal lato

funzione di produzione aggregata caratterizzata da rendimenti di scala costanti e rendimenti marginali positivi e decrescenti dei fattori della produzione (capitale e lavoro), consente la realizzazione di un determinato ammontare di beni, in parte destinato al consumo e in parte risparmiato per essere trasformato, attraverso l'investimento, in nuovi beni capitali che, al netto del deprezzamento, si aggiungono allo stock di capitale preesistente, permettendo quindi di aumentare la produzione di beni nel futuro.²¹ L'analisi di Solow astrae completamente dalla presenza della moneta ed è quindi condotta in termini strettamente reali. Inoltre, Solow ipotizza che nel sistema economico venga prodotto, consumato e investito un solo bene omogeneo.²² Di conseguenza, anche i rendimenti e le remunerazioni dei fattori della produzione vengono determinati in termini dell'unico bene prodotto. Solow illustra la logica di funzionamento del suo modello di crescita nel modo seguente:

[...] immaginiamo un'economia che sa come produrre un singolo bene omogeneo. I mezzi di produzione sono limitati al lavoro e al servizio di uno

dell'offerta, separandola dalle fluttuazioni o dalle componenti cicliche usualmente generate dai fattori che agiscono dal lato della domanda". (Solow (2000), pp. 149-150)

²¹ "Capital is itself created from existing resources in the economy so agents face a trade-off between consuming some resources today or transforming them into capital, which will potentially produce more resources tomorrow. The process of transforming current resources into capital and away from current consumption is called *investment*." (Carlin e Soskice (2006), p. 470)

²² Carlin e Soskice (2015, p. 274) fanno riferimento a una economia basata sulla produzione, sul consumo e sull'investimento di grano. L'ipotesi relativa alla produzione di un unico bene omogeneo non è confinata al solo caso di una economia chiusa agli scambi con l'estero, ma trova applicazione anche in una economia aperta. Per esempio, anche Gandolfo e Belloc (2009, pp. 231 e ss.) fanno riferimento a una economia-grano. In realtà, l'adozione di questa ipotesi, apparentemente semplificatrice, elimina alla radice tutti i problemi legati alla aggregazione e alla misurabilità *fisica* dei beni capitali quando si debba tenere conto della loro eterogeneità. Le difficoltà derivanti dalla necessità di misurare beni capitali eterogenei in termini di *valore* e non di quantità fisiche erano già state individuate da Knut Wicksell all'inizio del '900, e sarebbero poi state al centro della controversia sul capitale tra le 'due Cambridge' che toccò il suo apice negli anni '60 del secolo scorso. Nel 1953, Joan Robinson osservò che se la determinazione del salario e del saggio uniforme di rendimento dei beni capitali avveniva sulla base di una funzione di produzione aggregata, la grandezza del capitale complessivo da inserire nella funzione di produzione non era misurabile, a meno di non conoscere in anticipo proprio il valore del saggio uniforme di rendimento dei beni capitali. Infatti, l'aggregazione di beni capitali eterogenei presuppone che se ne conoscano i prezzi, i quali, tuttavia, corrispondono al valore attuale del flusso di ricavi netti scontato per il saggio uniforme di rendimento. Pertanto, l'analisi basata sull'uso di una funzione di produzione aggregata è viziata da problemi legati alla circolarità del ragionamento relativo al capitale e al suo rendimento, ed è quindi foriera di inesattezze e confusione: "Allo studente di teoria economica si insegna a scrivere $Q = f(L, K)$ dove L è una quantità di lavoro, K una quantità di capitale e Q la quantità prodotta di certe merci. Gli viene poi detto di supporre che tutti i lavoratori sono uguali e di misurare L in ore-uomo di lavoro; gli viene detta qualche cosa sul problema dei numeri-indice, a proposito della scelta di una unità di misura per il prodotto; e poi lo si fa passare frettolosamente al problema che segue, nella speranza che si dimentichi di chiedere in quale unità di misura viene misurato K . Prima di avere il tempo di porsi tale domanda egli è già diventato professore; e così abiti mentali frusti sono tramandati da una generazione all'altra." (citata in Harcourt (1972) [1973], p. 17)

stock accumulato del bene prodotto stesso (“capitale”). L’offerta di lavoro è data esogenamente e può variare (in genere crescere) nel tempo. Lo stock esistente di capitale può deprezzarsi. [...] tutto il lavoro disponibile e il capitale esistente (o una frazione fissa) sono utilizzati nella produzione; questo determina, attraverso la tecnologia esistente, un livello del prodotto o reddito al lordo del deprezzamento. Possiamo immaginare che il reddito totale venga distribuito ai partecipanti dell’economia secondo una qualche regola istituzionale prevalente. L’usuale rappresentazione (neoclassica) è che un mercato concorrenziale del lavoro fisserà il salario in termini di prodotto a un livello uguale al prodotto marginale del lavoro corrispondente alla quantità di lavoro e di capitale correntemente utilizzate. Se la produzione è caratterizzata da rendimenti di scala costanti, il contesto più favorevole per la concorrenza, il reddito rimanente sarà esattamente uguale al prodotto marginale dello stock esistente di capitale. [...] A questo punto deve essere compiuta la decisione economica cruciale (l’allocazione). Il prodotto netto o lordo deve essere diviso in una parte che sarà consumata correntemente e in una parte rimanente che sarà aggiunta allo stock dei beni capitali. [...] Possiamo immaginare regole più o meno meccaniche che determinano consumi e investimenti, ma le regole del gioco richiedono comunque che la somma di consumi e investimenti sia sempre uguale al prodotto totale. Alternativamente possiamo immaginare procedure più o meno meccaniche di ottimizzazione per determinare l’allocazione corrente tra consumi e risparmi/investimenti. Comunque sia stato risolto questo aspetto, il modello dell’economia è ora in grado di entrare nel periodo o istante successivo. La nuova offerta di lavoro è data; il nuovo stock di capitale è conosciuto, dopo aver tenuto conto del deprezzamento verificatosi nel periodo precedente. L’intero processo può ripetersi nuovamente. In questo modo il modello dell’economia traccia, passo dopo passo, il suo sentiero di crescita.²³

2.2. *L’equilibrio (macro)economico generale sottostante al modello di crescita di Solow*

L’analisi neoclassica sulle determinanti della crescita economica non richiede necessariamente la presenza dei mercati. Infatti, è possibile immaginare una economia à la Robinson Crusoe, in cui un unico soggetto produce, consuma e investe la quota di prodotto risparmiata.²⁴ Tuttavia, Solow chiarisce che, generalmente, l’aggettivo ‘neoclassico’ attribuito al suo modello di crescita fa riferimento a una serie di ipotesi standard relative all’esistenza di agenti razionali ottimizzanti che operano su mercati perfettamente concorrenziali:

[...] le famiglie offrono lavoro e acquistano beni con l’obiettivo di raggiungere il più elevato livello conseguibile di soddisfazione dato un insieme di

²³ Solow (2000), pp. 156-157.

²⁴ “[...] it is convenient to start our analysis by using a simplified setup that excludes markets and firms. We can think of a composite unit – a household/producer like Robinson Crusoe – who owns the inputs and also manages the technology that transforms inputs into outputs.” (Barro e Sala i Martin (2004), p. 23)

preferenze stabile, nel rispetto del proprio vincolo di bilancio; le imprese prendono le loro decisioni su occupazione e investimenti con l'obiettivo di conseguire il massimo di profitto possibile, in un adeguato orizzonte di lungo periodo, soggette al vincolo delle conoscenze tecnologiche e date le caratteristiche dei mercati dei fattori e del prodotto; inoltre, in tutti i mercati domanda e offerta tendono a equilibrarsi perfettamente grazie alla mediazione dei prezzi.²⁵

Il modello di crescita di Solow presuppone quindi l'esistenza di un equilibrio (macro)economico generale, rappresentato sinteticamente nella figura 3,²⁶ in cui, in ogni periodo, la produzione, la distribuzione e la destinazione del reddito avvengono nel contesto di un sistema economico astratto assimilabile a una economia-grano²⁷.

Il lato sinistro della figura 3 mostra come, dati lo stock di capitale (grano) ereditato dal periodo precedente, il livello di occupazione determinato dall'uguaglianza tra domanda e offerta di lavoro,²⁸ e la tecnologia definita dalla funzione di produzione, le imprese realizzino una quantità di prodotto (grano) corrispondente al reddito di piena occupazione:

$$Y_t^* = F(L_t^*, K_{t-1}).$$

Terminato il processo di produzione, le famiglie decidono come suddividere i redditi, sia quelli ricevuti a titolo di retribuzione del loro lavoro (i salari in termini di grano (ω)) che quelli ottenuti per la remunerazione del capitale accumulato in passato e concesso in uso alle imprese (gli interessi in termini di grano (τ))²⁹, tra i consumi e i risparmi. La quota della produzione di grano risparmiata dalle famiglie non rimane inutilizzata, ma viene investita dalle imprese, determinando un incremento dello stock di capitale che consentirà di produrre una quantità di grano maggiore nel periodo successivo.³⁰ Di conseguenza, il reddito di piena occupazione

²⁵ Solow (2000), p. 152.

²⁶ La figura 3 è ispirata a Snowdon e Vane (2005, pp. 40 e 48).

²⁷ Sull'uso del concetto di economia-grano nella economia classica e in quella neoclassica si veda Bertocco (2015).

²⁸ \bar{L} rappresenta la forza lavoro disponibile. La distanza tra \bar{L} e L^* misura la disoccupazione volontaria, ovvero la quota dei partecipanti alla forza lavoro che decide volontariamente di astenersi dal lavoro. Pertanto, nel modello di equilibrio (macro)economico neoclassico tutti coloro che desiderano lavorare al salario di equilibrio determinato sul mercato del lavoro trovano una occupazione.

²⁹ Il tasso di interesse pagato per l'impiego del capitale accumulato nei periodi precedenti rappresenta un *costo d'uso* o un *costo di affitto*, se il capitale è preso a prestito dall'esterno, mentre è un *costo opportunità*, se il capitale è di proprietà dell'impresa.

³⁰ In realtà, nel contesto di una economia-grano, lo stock di grano ottenuto in uso dalle imprese all'inizio del periodo per essere impiegato come semente è destinato a 'sparire' nell'ambito del processo produttivo. In altri termini, è come se il tasso di deprezzamento dello stock di capitale fosse pari al cento per cento. In una economia-grano, il processo di accumulazione del capitale richiede quindi che, al netto di un tasso di deprezzamento 'convenzionale' ($\delta \in [0,1]$), una quota della produzione corrente venga destinata alla ricostituzione dello stock di capitale (grano)

viene interamente speso sotto forma di consumi e di investimenti, e non solo il mercato del lavoro, ma anche il mercato dei beni si trova in equilibrio, perché la domanda aggregata uguaglia l'offerta aggregata.³¹

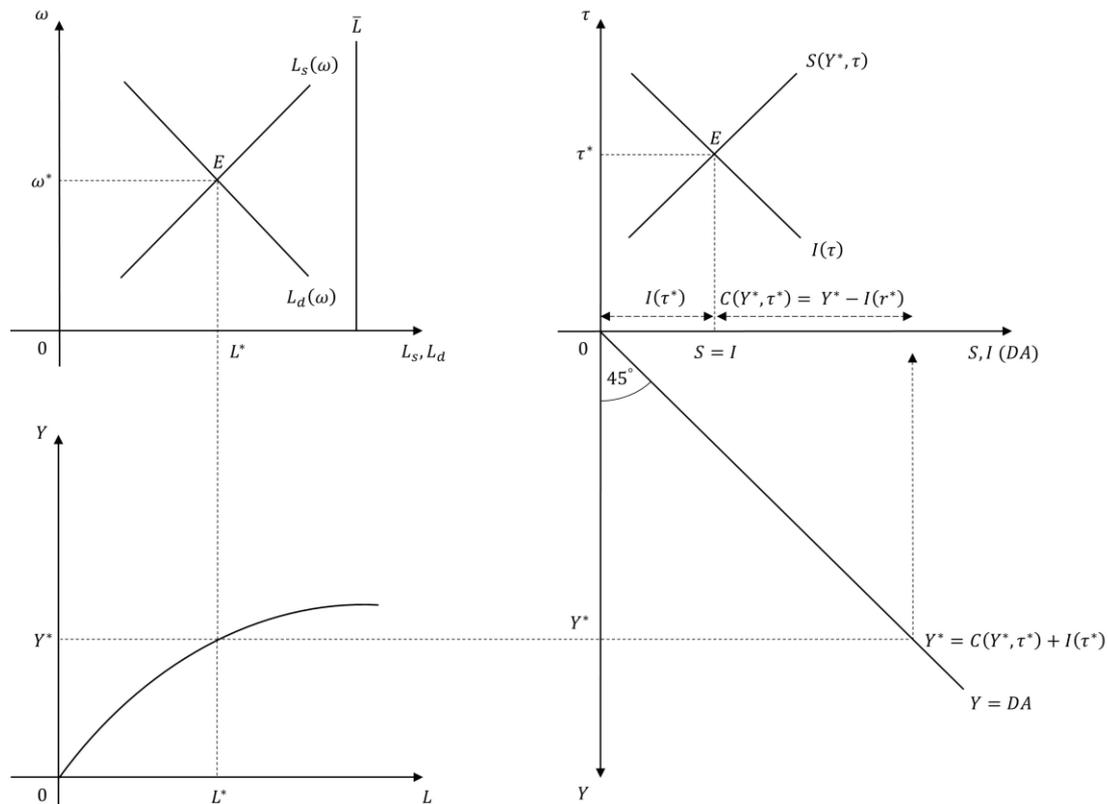


Figura 3 – L'equilibrio (macro)economico generale neoclassico in una economia-grano

Di periodo in periodo, il conseguimento dell'equilibrio generale è garantito dalla flessibilità dei prezzi. Un eccesso di domanda o di offerta sul mercato del lavoro viene eliminato, rispettivamente, da un aumento e da una diminuzione del salario in termini di grano. A causa della dissociazione tra le decisioni di risparmio e le decisioni di investimento, sul mercato dei beni il prezzo che garantisce l'equilibrio tra le quantità di grano domandate e quelle offerte è il tasso di interesse. Infatti, in equilibrio:

preesistente. Il reddito di piena occupazione deve quindi essere interpretato come la quota rimanente della produzione corrente.

³¹ L'equilibrio sul mercato dei beni è rappresentato nel grafico che si trova nella parte destra della figura 3. Guardando la parte inferiore del grafico, si nota che il livello del reddito di piena occupazione viene riportato sull'asse verticale, mentre su quello orizzontale si possono leggere il livello della domanda aggregata, uguale al livello del reddito prodotto, e la composizione della domanda aggregata stessa, data dalla somma tra consumi e investimenti. Il livello dei consumi e degli investimenti è funzione della parsimonia e della produttività, ovvero dei fattori che incidono sull'offerta e sulla domanda delle risorse reali che non vengono consumate.

$$Y_t^* = DA_t = C(Y_t^*, \tau^*) + I(\tau^*).^{32}$$

Di conseguenza:

$$Y_t^* - C(Y_t^*, \tau^*) = I(\tau^*),$$

ovvero

$$S(Y_t^*, \tau^*) = I(\tau^*).$$

In caso di un eccesso dell'offerta aggregata sulla domanda aggregata si ha:

$$S(Y_t^*, \tau) > I(\tau),$$

con $\tau > \tau^*$.

Dal momento che le famiglie non riescono a collocare tutto il grano risparmiato presso le imprese, l'equilibrio sul mercato dei beni viene ristabilito per effetto di una diminuzione del tasso di interesse, che, da un lato, scoraggia il risparmio, perché le famiglie sono meno propense a sostituire il consumo presente con il consumo futuro, e, dall'altro, stimola gli investimenti, perché le imprese massimizzano i loro profitti in corrispondenza di una minore produttività del capitale. L'opposto accade in caso di un eccesso della domanda aggregata sull'offerta aggregata, ovvero di un eccesso della domanda di investimenti sul risparmio.

Poiché, di periodo in periodo, l'intera produzione viene assorbita dai consumi e dagli investimenti, il sistema è governato dalla legge degli sbocchi (*loi des débouchés*), o legge di Say, la cui variante oggi più nota è quella formulata da James Mill nel 1808, secondo cui 'ogni offerta crea la propria domanda'.³³ Seguendo Trevithick (1992), è possibile distinguere tra una versione debole e una versione forte della legge di Say.

³² Nella figura 3, i consumi, e quindi anche i risparmi, sono considerati funzione del reddito (di piena occupazione) corrente e del tasso di interesse secondo il modello di scelta intertemporale del consumatore proposto da Irving Fisher (1907). La domanda di investimenti, invece, è derivata dalla teoria neoclassica dell'accumulazione ottimale di capitale elaborata da Jorgenson (1963). In termini semplificati, poiché in ogni periodo l'impresa operante in regime di concorrenza perfetta massimizza il proprio profitto eguagliando la produttività marginale del lavoro al salario (ω) e la produttività marginale del capitale al tasso di interesse (τ), lo stock di capitale aumenta sino a quando la produttività marginale del capitale è maggiore del tasso di interesse, mentre diminuisce nel caso contrario:

$$\Delta K_t = K_t - K_{t-1} = pmk - \tau.$$

Se si astrae dal deprezzamento dello stock di capitale accumulato al termine del periodo precedente, si ha che:

$$I_t = \Delta K_t = pmk - \tau.$$

La domanda di investimenti è quindi funzione crescente della produttività marginale del capitale e funzione decrescente del tasso di interesse. A parità di tasso di interesse, un aumento o una diminuzione della produttività marginale del capitale si traducono in uno spostamento verso l'alto o verso il basso della curva della domanda di investimenti. Variazioni del tasso di interesse determinano invece spostamenti lungo la curva della domanda di investimenti.

³³ Citato in Davidson (1994), p. 14.

La prima si limita ad affermare che, in aggregato, ogni atto di produzione implica necessariamente la creazione di una domanda di beni corrispondente. Tuttavia, ciò non significa che il livello di produzione coincida anche con la piena occupazione della forza lavoro. La proposizione dell'esistenza di una coincidenza tra equilibrio di piena occupazione sul mercato del lavoro e uguaglianza tra offerta e domanda aggregata caratterizza invece la versione forte della legge di Say, ed equivale all'affermazione che nel sistema non esistano ostacoli al raggiungimento della piena occupazione a causa di una insufficienza della domanda aggregata.³⁴

Il tasso di interesse di equilibrio è un fenomeno reale che corrisponde al *tasso di interesse 'naturale'* individuato da Knut Wicksell:

Se il capitale fosse prestato in natura senza l'uso della moneta, si determinerebbe costantemente sul mercato dei prestiti, in base alla domanda e all'offerta di capitale disponibile, un certo tasso di interesse che sarebbe il tasso naturale di interesse sul capitale in senso stretto.³⁵

Esso rappresenta un premio per la parsimonia delle famiglie che massimizza l'utilità dell'astensione dal consumo. Inoltre, poiché in equilibrio il tasso di interesse è uguale alla produttività marginale del capitale, il tasso di interesse naturale offre una misura del rendimento reale (*fisico*) dell'investimento effettuato dalle imprese. Se si prescinde da fattori extra-economici, i parametri tecnici determinati dalle caratteristiche della funzione di produzione garantiscono quindi che, in aggregato, le imprese dispongano sempre delle risorse reali necessarie a tenere fede all'impegno contratto con le famiglie di restituire il grano investito maggiorato di un interesse. In altri termini, l'equilibrio macroeconomico neoclassico prescinde da qualsiasi considerazione relativa al rischio di fallimento dei soggetti che prendono a prestito le risorse risparmiate.

Nel mondo descritto dalla teoria classica [...] un imprenditore prenderà la propria decisione confrontando i costi dell'investimento, che corrispondono all'ammontare di beni necessario per avviare la produzione, con i risultati dell'investimento, che corrispondono alla quantità di beni prodotta. Questo confronto viene svolto in condizioni di certezza poiché la relazione tra risorse impiegate e beni prodotti è definita dalla tecnologia esistente e richiede quindi soltanto competenze di natura tecnica. Nel caso di una economia grano, un tecnico sarà in grado di determinare l'incremento della produzione futura che si otterrà a partire da un dato quantitativo di grano impiegato come semente [...]. Naturalmente [...] si possono individuare fattori che impediscono all'imprenditore di ottenere la quantità di grano prevista. Tuttavia, si tratta di

³⁴ La legge degli sbocchi è stata formulata per la prima volta nel 1803 dall'economista francese Jean Baptiste Say nel suo *Traité d'économie politique*. Per un approfondimento sulla legge di Say e le sue molteplici derivazioni si vedano Sowell (1972), Hutt (1974) e Baumol (1977).

³⁵ Wicksell (1898) [1981], p. 192.

fattori extra-economici, quali, ad esempio, condizioni climatiche particolarmente sfavorevoli oppure eventi socio-politici come lo scoppio di una guerra. [...] Se si considera un sistema economico che ha queste caratteristiche, [...] si assume implicitamente che i contratti di credito stipulati tra risparmiatori e imprese andranno a buon fine, e si trascura il rischio di fallimento.³⁶

Dal momento che sul mercato dei capitali il trasferimento del grano risparmiato dalle famiglie alle imprese avviene attraverso un contratto di credito, nell'approccio macroeconomico neoclassico non esiste una analisi che separi le determinanti dell'equilibrio sul mercato dei beni e sul mercato dei capitali dalle determinanti dell'equilibrio sul mercato del credito. Infatti, la condizione di equilibrio sul mercato dei beni [$S(Y_t^*, \tau^*) = I(\tau^*)$] coincide con la condizione di equilibrio sul mercato dei capitali. Inoltre, le funzioni di offerta e di domanda di credito rappresentano il semplice riflesso delle decisioni di risparmio e di investimento degli agenti economici. Di conseguenza, all'equilibrio sul mercato dei beni e sul mercato dei capitali corrisponde anche l'equilibrio sul mercato del credito.

2.3. Moneta ed equilibrio economico generale

Nella tradizione neoclassica la considerazione della moneta non altera la natura dell'analisi, che resta ancorata alle determinanti reali dei valori di equilibrio delle variabili endogene del sistema.

La rappresentazione più completa del pensiero neoclassico, quella elaborata da Léon Walras con il suo modello di equilibrio economico generale, descrive come le economie di tipo capitalista siano caratterizzate da una organizzazione della produzione e della distribuzione in cui, dati i gusti, operatori perfettamente razionali e perfettamente informati riescono, attraverso il loro contributo alla produzione, ad ottenere un reddito che gli consente di acquistare i beni che soddisfano i loro bisogni.

Assunte esogene le dotazioni iniziali di capitale e di lavoro, le preferenze individuali degli agenti economici e la tecnologia di produzione, e scelta una qualunque merce come numerario, ovvero come unità di conto il cui prezzo è posto uguale all'unità, Walras definisce un sistema di equazioni simultanee che consente di determinare i prezzi e le quantità di equilibrio sui mercati dei beni di consumo, dei servizi dei fattori di produzione e dei nuovi beni capitali, oltre che la quantità complessiva di risparmio e il saggio di rendimento dei beni capitali. Il conseguimento dell'equilibrio tra domanda e offerta in tutti i mercati considerati coincide con il raggiungimento di una posizione di ottimo individuale per tutti gli

³⁶ Bertocco (2015), pp. 67-68, 91-92.

agenti coinvolti negli scambi (lavoratori, proprietari fondiari, capitalisti e imprenditori).³⁷

Come è noto, Walras individua tre fasi logiche che caratterizzano il funzionamento delle economie capitaliste. Il processo ha inizio con una fase di contrattazione in cui, grazie all'intervento della figura del banditore, viene definito un vettore dei prezzi che assicura l'uguaglianza tra le quantità domandate e offerte su tutti i mercati. Successivamente, le imprese impiegano i fattori della produzione secondo le proporzioni determinate durante la fase di contrattazione per realizzare le merci nelle quantità e qualità pattuite. Infine, durante la fase degli scambi, ogni agente si appropria di una quantità di merci di valore pari al contributo offerto dai fattori prestati alla produzione.

Nel processo capitalistico descritto da Walras “[l]a produzione risulta orientata al consumo – secondo un processo lineare che va dalle risorse naturali all’allestimento di beni di consumo –, ovvero la domanda orienta e struttura l’offerta, nel rispetto di quello che si definisce il principio della sovranità del consumatore”.³⁸ Inoltre, il modello di equilibrio economico generale di Walras prescinde completamente dalla presenza della moneta. Nella misura in cui il fine della produzione è costituito dalla realizzazione di merci da consumare o, eventualmente, da scambiare con altre merci secondo i rapporti di scambio determinati dall’equilibrio generale su tutti i mercati, il modello di Walras configura il funzionamento di una economia di baratto e non di una economia monetaria.³⁹

Walras inserì le equazioni dell’equilibrio monetario soltanto nella quarta edizione dei suoi *Elementi di economia politica pura*, quella pubblicata nel 1900. Tuttavia, l’introduzione delle variabili monetarie non altera in alcun modo i meccanismi di determinazione delle quantità prodotte e dei relativi rapporti di scambio. Infatti, il sistema di equazioni di Walras risulta determinato sia assumendo come numerario la moneta e stabilendone arbitrariamente il prezzo sia fissando la quantità di moneta e

³⁷ Per una sintetica illustrazione del modello di equilibrio economico generale di Walras si vedano Gattei (1994), pp. 13-22 e Napoleoni e Ranchetti (1990), pp. 3-14.

³⁸ Realfonzo (1996), p. 19.

³⁹ Con riferimento a una economia di baratto, Gardner Ackley (1961 [1971], p. 130) fornisce la seguente descrizione del significato originario della legge di Say: “Per esprimere [...] ciò che sembra Say avesse in mente, possiamo svolgere il ragionamento nel modo seguente: la gente non lavora per il gusto di lavorare (in realtà il lavoro è spiacevole), ma soltanto per ottenere merci e servizi che le assicurino il soddisfacimento di certi bisogni. In un’economia che pratica la divisione del lavoro e lo scambio, un individuo si procura quasi tutti questi beni e servizi non direttamente (come fece Robinson Crusoe) mediante i propri sforzi; piuttosto, egli si dedica a quella produzione di beni nella quale la sua efficienza è relativamente maggiore e scambia la quantità di prodotto eccedente i suoi bisogni con i prodotti di altri. L’atto stesso del produrre costituisce quindi domanda di altri beni, e precisamente una domanda equivalente al valore dei beni che ciascun uomo produce in eccedenza ai propri bisogni. Come potrebbe dunque essere possibile una sovrapproduzione generale di beni? La produzione di ciascun uomo (offerta) costituisce la sua domanda di altri beni, quindi la domanda aggregata deve in un certo senso essere uguale all’offerta aggregata.”

ipotizzando che la sua offerta sia data in modo esogeno. Di conseguenza, variazioni del prezzo della moneta o della sua quantità causano unicamente variazioni dei prezzi assoluti, ma non di quelli relativi, e il sistema è dicotomico, perché è caratterizzato dalla completa separazione tra le grandezze reali e le grandezze monetarie dell'economia. Le implicazioni dell'analisi di Walras sono state riassunte magistralmente da Schumpeter nel seguente passaggio della sua *Storia dell'analisi economica*:

L'analisi reale poggia sul principio che tutti i fenomeni essenziali della vita economica possono essere descritti in termini di beni e servizi, di decisioni riguardanti beni e servizi e di relazioni fra essi. La moneta entra nel quadro solo come espediente tecnico o come uno strumento che è stato adottato per rendere più agevoli le transazioni. Questo strumento [...], fintantoché funziona normalmente, non modifica il processo economico, che si svolge proprio come si svolgerebbe in un'economia di baratto: il concetto di "moneta neutrale" implica sostanzialmente questo. Così, la moneta è stata chiamata una 'veste' o un 'velo' delle cose che veramente importano [...].⁴⁰

La moneta, dunque, è neutrale rispetto alle grandezze reali del sistema, e nel modello di equilibrio economico generale di Walras essa assume il carattere di una merce particolarmente adatta a svolgere la funzione di intermediario degli scambi. Negli anni della rivoluzione marginalista, l'individuazione della moneta come merce idonea a superare le inefficienze di una economia di baratto è legata al nome di Carl Menger, il fondatore della scuola austriaca di economia politica. Secondo Menger, in origine la moneta non è una creazione della legge, ma il prodotto di un processo di selezione spontaneo guidato dal mercato, e quindi una istituzione sociale e non statale:

[...] ciascuno è impegnato a ottenere tramite lo scambio esattamente i beni di cui ha diretto bisogno e rifiuta quelli di cui non ha necessità o di cui sia già sufficientemente provvisto. E' allora chiaro che il numero di transazioni realmente concluse si colloca entro limiti molto ristretti. Si consideri quanto raramente accade che un bene posseduto da qualcuno abbia un valore d'uso minore di quello di un diverso bene posseduto da un altro! E si ipotizzi che per quest'ultimo avvenga la cosa opposta. Appare pure che, molto più raramente, le due persone si incontrino. Si pensi alle particolari difficoltà che impediscono l'immediato baratto dei beni in quei casi in cui la domanda e l'offerta non coincidono quantitativamente; cioè: casi nei quali un bene indivisibile deve essere scambiato con una varietà di beni posseduti da diverse persone o di beni che vengono domandati in tempi diversi e che possono esser forniti da persone diverse! Anche nel caso, relativamente semplice e ricorrente, in cui una parte, A, chieda un bene posseduto da B, e B ne desideri uno posseduto da C, mentre C ha bisogno di un bene in mano ad A, anche qui, nel dominio del mero

⁴⁰ Schumpeter (1954) [1990, volume primo], pp. 336-337.

baratto, lo scambio dei beni in questione non sarebbe di regola possibile. [...] Man mano che è cresciuta la conoscenza dei loro interessi individuali, gli uomini sono stati spinti, senza alcuna convenzione, senza coercizione legale, anche senza alcuna considerazione dell'interesse comune, a scambiare i loro beni con altri prodotti ugualmente destinati allo scambio, ma dotati di un maggiore grado di commerciabilità. [...] ciascun individuo ha appreso, dai suoi stessi interessi economici, a puntare sullo scambio dei suoi [beni] meno commerciabili con quei particolari prodotti che, accanto all'attrattiva di essere altamente commerciabili in un determinato luogo, hanno un elevato grado di commerciabilità sia nel tempo che nello spazio. Considerati il loro costo, la facile trasferibilità e la capacità di conservarsi [...], tali beni si sono qualificati come capaci di assicurare al possessore un potere quanto possibile illimitato nello spazio e nel tempo, non solo 'qui' e 'ora', sugli altri beni presenti [...] sul mercato. [...] La ragione per la quale i metalli preziosi sono diventati qui e là, prim'ancora che una nazione facesse apparizione nella storia e alla prova dei fatti fra tutti i popoli di avanzata civiltà economica, il generale e corrente mezzo di scambio sta nella loro commerciabilità, molto superiore a quella degli altri beni.⁴¹

2.4. Teoria quantitativa della moneta e macroeconomia pre-keynesiana

Secondo Schumpeter, il modello di equilibrio economico generale di Walras rappresenta la “magna charta della teoria economica come scienza autonoma che ci assicura che il suo contenuto è un cosmo e non un caos.”⁴² In realtà, la teoria dell'equilibrio economico sviluppata nell'ultimo quarto del diciannovesimo secolo è caratterizzata dalla complessità e diversità dei contributi degli economisti che, in vari paesi, hanno dato vita alla cosiddetta ‘rivoluzione marginalista’.⁴³ Inoltre, l'analisi di Walras è di natura microeconomica e, prima della pubblicazione della *Teoria generale* di Keynes, non esisteva una teoria unitaria e formalizzata che desse conto della dinamica a livello aggregato delle economie di mercato. Sebbene non sia storicamente accurato fare riferimento a una teoria macroeconomica neoclassica, in ragione del fatto che le differenze tra i teorici dell'equilibrio non erano essenziali, è però possibile offrire una rappresentazione stilizzata del sistema macroeconomico ispirata agli elementi di analisi forniti, in tempi diversi, dai diversi autori appartenenti al filone di pensiero marginalista.⁴⁴

⁴¹ Menger (1909) [2013], pp. 200-201, 207, 212.

⁴² Schumpeter (1939) [1977], p. 66.

⁴³ Tra le figure più importanti, oltre a Walras in Francia, ricordiamo Menger in Austria, Jevons, Edgeworth e Marshall in Inghilterra, Pareto e Barone in Italia, Clark e Fisher negli Stati Uniti e Wicksell in Svezia. Per un quadro di insieme sulla rivoluzione marginalista e una rassegna dei principali contributi analitici si veda Roncaglia (2003, Capitoli 11-14).

⁴⁴ Si vedano, per esempio, Rampa (1988, Capitolo 1), Cozzi e Zamagni (1994, Capitolo IX), Arcelli (1996), pp. 191-196 e Delli Gatti e Gallegati (2001, Capitoli 2-4). Ackley (1961 [1971], Capitoli V-VIII) e Snowdon e Vane (2005, Capitolo 2) fanno invece riferimento a un modello di equilibrio macroeconomico ‘classico’, sposando quindi l'approccio di Keynes, secondo cui le idee espresse

Tale rappresentazione coincide sostanzialmente con quella dell'equilibrio macroeconomico sottostante il modello di crescita di Solow illustrata in precedenza, differendone però per l'introduzione del ruolo della moneta come intermediario degli scambi, e perché la produzione, il consumo e l'investimento aggregati non hanno più per oggetto il grano, bensì un bene composito costituito dal Pil.

2.4.1. L'approccio delle transazioni di Fisher alla teoria quantitativa della moneta

Indichiamo con T il valore monetario degli scambi che, in un determinato periodo di tempo, riguardano il trasferimento dei beni finali e intermedi, dei servizi lavorativi e di altro genere e dei titoli di credito. In altri termini, T è dato dalla somma dei prodotti delle quantità scambiate per i rispettivi prezzi:

$$T = p_1q_1 + p_2q_2 + \dots + p_nq_n = \sum_{i=1}^n p_iq_i = PQ,$$

ove P è un indice dei prezzi, mentre Q rappresenta il valore delle quantità scambiate.⁴⁵ Poiché in ogni transazione ciascun bene, servizio o titolo si scambia contro moneta, deve essere necessariamente vero che, a livello aggregato, il valore totale delle vendite (PQ) è uguale alla spesa monetaria sostenuta per gli acquisti. Questa equivalenza è colta dalla celebre 'equazione' degli scambi di Irving Fisher (1911):

$$MV = PQ.$$

Il lato sinistro dell'equazione, quello corrispondente al valore degli acquisti, che può anche essere interpretato come una misura della domanda aggregata, è uguale allo stock di moneta in circolazione (M) moltiplicato per la sua velocità di circolazione (V), data dal numero medio dei passaggi che ogni unità monetaria compie negli scambi nel periodo considerato.

Dell'equazione degli scambi di Fisher esiste una versione riferita al Pil,⁴⁶ una versione, cioè, che prende in considerazione le sole transazioni che implicano pagamenti per beni e servizi finali. Pertanto, possiamo scrivere:

nell'arco di tempo intercorrente tra la pubblicazione della *Ricchezza delle nazioni* di Adam Smith nel 1776 e la sua *Teoria generale* nel 1936 fossero tutto sommato riconducibili a una dottrina unitaria: "L'espressione 'gli economisti classici' fu inventata da Marx per comprendere Ricardo e James Mill ed i loro predecessori, ossia i fondatori della teoria che è culminata nell'economia ricardiana. Io mi sono abituato, forse scorrettamente, a comprendere nella 'scuola classica' i successori di Ricardo, ossia coloro che hanno adottato e perfezionato la teoria dell'economia ricardiana, compresi ad esempio J.S. Mill, Marshall, Edgeworth e il prof. Pigou." (Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 187)

⁴⁵ Più precisamente, P è un numero indice dei prezzi di Paasche. Invece, Q non è un numero indice, ma il valore delle quantità scambiate valutato ai prezzi costanti di un periodo di riferimento che coincide con il numeratore del numero indice delle quantità di Laspeyres. Per maggiori dettagli si veda Cozzi e Zamagni (1994), pp. 108-112, 344.

⁴⁶ Si vedano Friedman (1987) e Friedman e Schwartz (1982).

$$MV = PY.^{47}$$

In ogni caso, quella che comunemente viene definita come una *equazione*, in realtà rappresenta una *identità* che non può descrivere relazioni causali fra le variabili che la compongono. Se, seguendo Fisher, si ipotizza che:

- la quantità di moneta è determinata in modo esogeno, che
- l'economia è sempre in equilibrio al livello del reddito di piena occupazione, e che
- la velocità di circolazione della moneta ha un valore costante, determinato da elementi istituzionali che variano solo nel lungo periodo (ad esempio, le abitudini di pagamento, le pratiche di credito, il grado di integrazione dei settori produttivi, la qualità delle comunicazioni),

l'equazione, o meglio l'identità, degli scambi si trasforma nella teoria quantitativa della moneta, ovvero in una teoria che stabilisce una relazione tra la quantità di moneta in circolazione e il livello generale dei prezzi. Infatti:

$$P = \frac{\bar{V}}{\bar{Y}} M$$

(dove le linee sopra V e Y indicano valori costanti). Una volta assunto che il valore di V non dipende dalla quantità di moneta in circolazione, ma è fissato in base alla struttura istituzionale che governa il processo delle transazioni, variazioni della quantità di moneta provocano variazioni proporzionali della domanda aggregata (MV) e, data la produzione di beni al livello di pieno impiego dei fattori produttivi, una corrispondente variazione dei prezzi.⁴⁸

2.4.2. *La neutralità della moneta nel modello di equilibrio (macro)economico neoclassico*

Anche a livello macroeconomico il modello neoclassico si caratterizza per la neutralità della moneta e la sua natura dicotomica. Infatti, come nella economia-grano analizzata in precedenza, dati la tecnologia, l'insieme delle preferenze dei

⁴⁷ Ovviamente, in questo caso la velocità di circolazione della moneta è calcolata in base al numero medio di volte in cui lo stock di moneta è impiegato per il solo acquisto dei beni e servizi finali. Inoltre, l'indice dei prezzi P corrisponde al deflatore implicito del Pil.

⁴⁸ “Supponiamo che ciascun individuo scopra nel cortile di casa sua un piccolo gruzzolo di denaro (una miniera d'oro?). Questo denaro, una volta scoperto, non verrebbe tenuto inoperoso, ma verrebbe fatto circolare in cambio di merci e servizi, facendo aumentare tutti i prezzi monetari pur lasciando ancora una volta inalterati i prezzi reali. Oppure supponiamo che alcuni membri della società (un governo, una banca commerciale?) abbiano l'autorità di stampare moneta, ed aumentino il volume della loro spesa impiegando nuovo denaro liquido. Il livello generale dei prezzi aumenterebbe, anche in questo caso, in misura proporzionale all'incremento dell'offerta di moneta. Si può dunque concludere che i prezzi sono proporzionali all'offerta di moneta.” (Ackley (1961) [1971], p. 133)

consumatori e le dotazioni iniziali di capitale e lavoro, tutte le grandezze reali del sistema (livello di piena occupazione della produzione, livello del tasso di interesse naturale, livello dei consumi e degli investimenti) sono determinate esclusivamente dal comportamento ottimizzante delle famiglie e delle imprese.

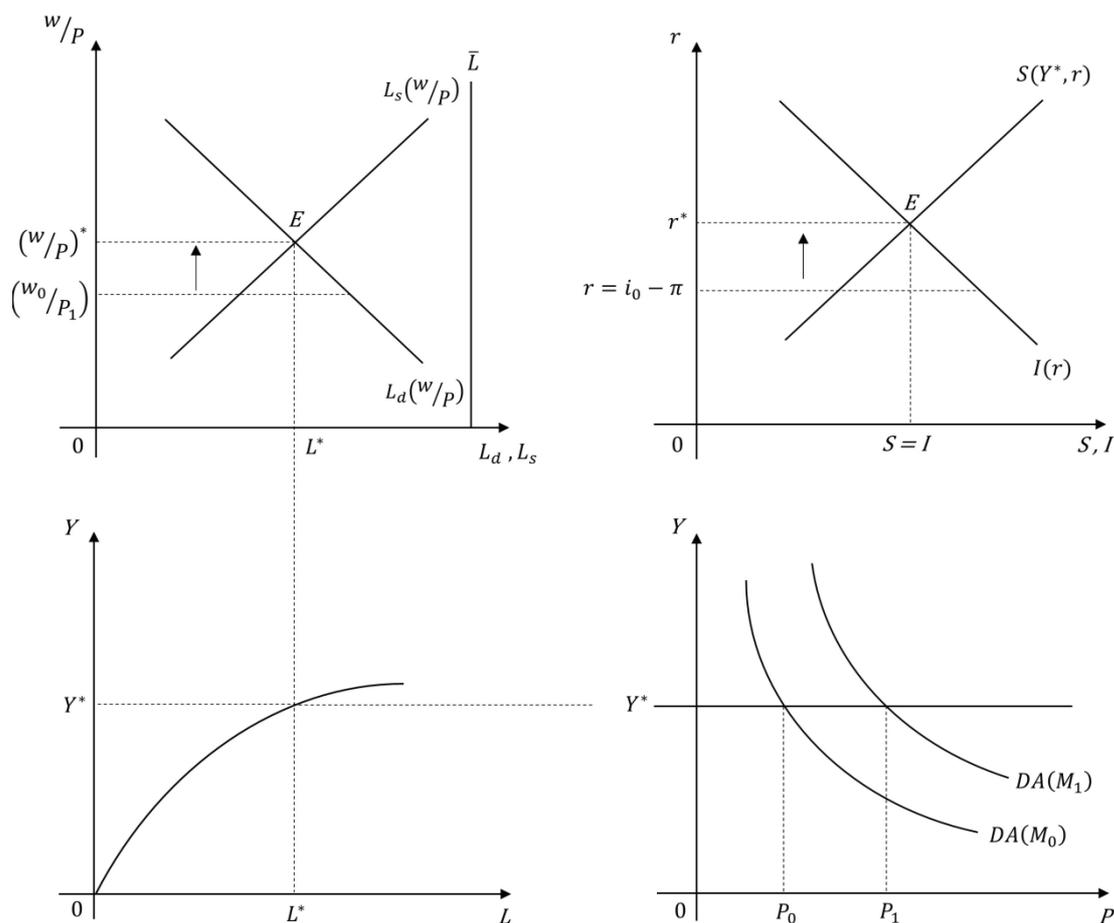


Figura 4 – L'equilibrio (macro)economico generale neoclassico in presenza della moneta

L'effetto di una variazione esogena della quantità di moneta sul livello della domanda aggregata e il livello generale dei prezzi è rappresentato nel quadrante in basso a destra della figura 4.⁴⁹ Come si può notare, l'aumento dell'offerta di moneta

⁴⁹ Ipotizzata costante la velocità di circolazione della moneta, la curva di domanda aggregata (*DA*) mostra come, in corrispondenza di una data quantità di moneta, esista un numero infinito di combinazioni di *P* e di *Y*. L'andamento decrescente della *DA* è motivato dal fatto che, se il livello dei prezzi è alto, il perfezionamento di ogni transazione richiede un maggior numero di unità monetarie. Di conseguenza, la quantità di beni e servizi che può essere acquistata con lo stock di moneta esistente è necessariamente inferiore della quantità acquistabile in corrispondenza di un livello dei prezzi più basso. Un aumento o una diminuzione dell'offerta di moneta determina, rispettivamente, uno spostamento verso destra e verso sinistra della *DA*.

non produce alcun risultato sul livello della produzione e dell'occupazione. Infatti, dato il saggio di salario nominale (w_0), sul mercato del lavoro l'incremento del livello generale dei prezzi indotto dall'aumento della domanda di beni e servizi si traduce in una diminuzione del salario reale (da w_0/P_0 a w_0/P_1) cui corrisponde un eccesso di domanda sull'offerta di lavoro. La concorrenza tra le imprese determina la crescita del salario nominale, sino a quando il mercato del lavoro torna in equilibrio in corrispondenza di un livello del salario reale uguale a quello precedente l'aumento dell'offerta di moneta. Infatti:

$$(w/P)^* = w_0/P_0 = w_1/P_1.$$

In definitiva, dati lo stock di capitale preesistente e la tecnologia, la flessibilità del salario nominale assicura che il livello della produzione venga sempre determinato in corrispondenza dell'equilibrio di piena occupazione della forza lavoro.

Partendo dall'ipotesi semplificatrice che, nella configurazione di equilibrio antecedente l'espansione monetaria, il tasso di inflazione fosse nullo, possiamo notare (quadrante in alto a destra nella figura 4) che l'eccesso di domanda aggregata e l'aumento del livello generale dei prezzi si riflettono in un eccesso di domanda di investimenti rispetto all'insieme dei redditi monetari risparmiati cui corrisponde un livello del tasso di interesse reale (r) inferiore a quello che assicura l'equilibrio sul mercato dei capitali. Per evitare confusioni terminologiche, chiariamo che il termine tasso di interesse reale viene qui utilizzato nel senso attribuitogli da Irving Fisher (1907). Esso, cioè, è approssimativamente pari alla differenza tra il tasso di interesse nominale (i) e il tasso di inflazione atteso (π^e).⁵⁰ Ipotizzando, sempre a scopo di semplificazione, che l'inflazione prevista coincida con quella effettiva, possiamo scrivere:

$$r \cong i - \pi.$$

Anche sul mercato dei capitali l'eccesso di domanda sull'offerta induce le imprese a farsi concorrenza, in questo caso per accaparrarsi la quota dei redditi monetari non impiegati per l'acquisto di beni di consumo dalle famiglie. Di conseguenza, il tasso di interesse nominale aumenta, sino a quando il tasso di interesse reale ritorna al suo livello di equilibrio, ovvero sino a quando:

$$r^* = i_1 - \pi \quad \text{è pari a} \quad r^* = i_0.$$

Con l'introduzione di un intermediario degli scambi, le decisioni di risparmio e di investimento degli agenti economici alimentano, rispettivamente, l'offerta e la domanda di fondi prestabili sul mercato del credito. Anche al di fuori del contesto di

⁵⁰ Nella figura 1 (paragrafo 1.), il tasso di interesse i utilizzato da Sinn è un tasso di interesse nominale corretto verso l'alto o verso il basso in funzione dei differenti premi per il rischio associati alla volatilità del cambio dei paesi aderenti alla Comunità europea prima dell'introduzione dell'euro.

una economia-grano, il prezzo che assicura l'equilibrio sul mercato del credito è quindi uguale al prezzo che garantisce l'equilibrio tra la domanda e l'offerta di risparmi sul mercato dei capitali (figura 5).

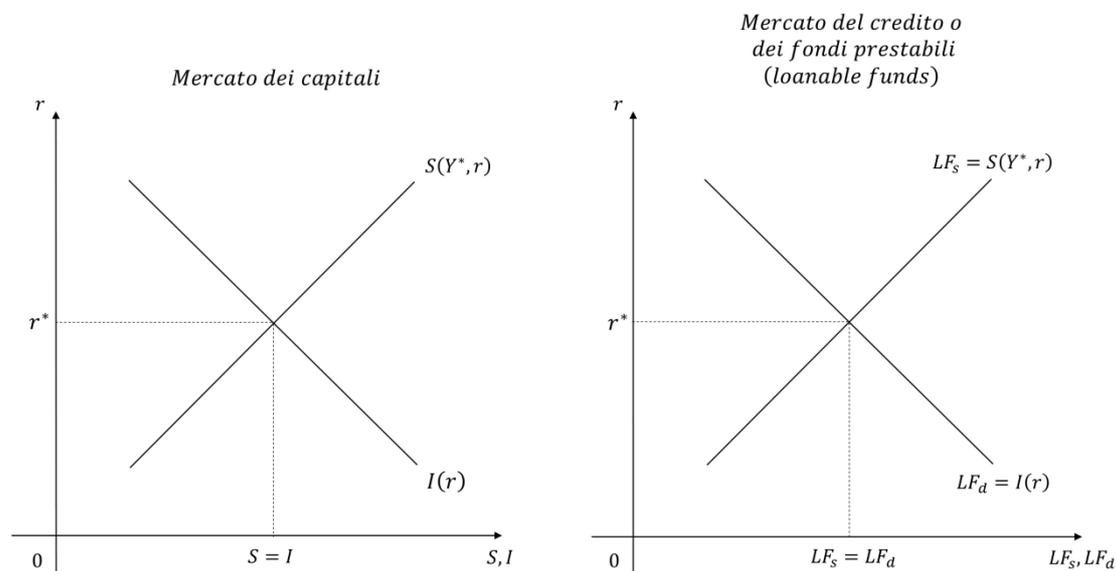


Figura 5 – L'equilibrio sul mercato dei capitali e sul mercato del credito nel contesto di una economia monetaria

Tuttavia, sebbene i contratti di credito tra le famiglie risparmiatrici e le imprese abbiano formalmente per oggetto il trasferimento di somme di denaro, in realtà il vero oggetto dello scambio è anche in questo caso la quota di beni non consumati dalle famiglie. Le imprese che intendono acquistare queste risorse reali a fini di investimento impiegheranno i fondi ottenuti in prestito rivolgendosi non più direttamente alle famiglie, come nel caso di una economia-grano, ma ad altre imprese che le hanno utilizzate per realizzare i beni di investimento, ovvero i nuovi beni capitali. Il tasso di interesse di equilibrio per il mercato dei capitali e il mercato del credito (r^*) può quindi essere interpretato come la 'veste' monetaria del tasso di interesse naturale di Wicksell.

In altri termini, il tasso di interesse di equilibrio continua a rappresentare un fenomeno reale determinato dalla parsimonia e dalla produttività, e quindi un vero e proprio indice della redditività *fisica* dell'investimento che dipende dalle caratteristiche tecniche della funzione di produzione.⁵¹

⁵¹ La Bce (2004, p. 59) fa esplicito riferimento all'esistenza di un tasso di interesse reale 'naturale': "Il tasso di interesse reale è il rendimento espresso in termini reali che un prestatore ottiene dal suo investimento, vale a dire il rendimento deflazionato con la variazione dell'indice dei prezzi attesa tra il momento in cui i fondi vengono concessi in prestito e quello in cui sono restituiti. [...] Nel lungo periodo, i tassi di interesse reali sono determinati principalmente da fattori di natura reali, quali ad

Poiché la validità della legge di Say assicura che, nel periodo successivo, tutta la produzione realizzata con lo stock di capitale aumentato dagli investimenti correnti verrà assorbita dai consumi e da nuovi investimenti, ovvero che nulla di ciò che verrà prodotto resterà invenduto, anche nel caso di una economia che fa ricorso alla moneta per facilitare gli scambi tra gli agenti economici le condizioni di rimborsabilità dei prestiti sono determinate univocamente dalla tecnologia.

2.4.3. *L'inutilità della spesa pubblica in deficit: il 'punto di vista del Tesoro' britannico negli anni della Grande depressione*

L'idea che la spesa pubblica in deficit sia inutile ai fini dell'espansione dell'attività economica trova espressione nel cosiddetto 'punto di vista del Tesoro' (*Treasury View*) contenuto in un *Libro bianco* redatto dal Tesoro britannico nel 1929 in risposta a un *pamphlet* scritto nello stesso anno da John Maynard Keynes e da Hubert Henderson, in cui i due autori davano il loro supporto al programma elettorale di Lloyd George, che prevedeva di ridurre l'elevata disoccupazione dell'epoca attraverso una serie di lavori pubblici finanziati con l'emissione di titoli del debito pubblico.

Come si evince dalla figura 6, in base al 'punto di vista del Tesoro' un aumento della spesa governativa finanziata con l'emissione di titoli del debito pubblico è destinata a spiazzare completamente una analoga quantità di spesa privata (*crowding out*). Infatti, assunto come dato il livello del reddito di piena occupazione, la domanda di risorse reali di fonte governativa si aggiunge alla domanda espressa dalle imprese che intendono finanziare i loro progetti di investimento a prestito. Pertanto, in corrispondenza del tasso di interesse di equilibrio precedente l'aumento della spesa pubblica (r_1^*) l'eccesso di domanda di fondi prestabili si traduce in un incremento del tasso di interesse di equilibrio provocato dall'aumento del tasso di interesse nominale ($r_2^* > r_1^*$), cui fanno seguito una contrazione della spesa per beni di consumo (ovvero un aumento dei risparmi) e una caduta della spesa per beni di investimento complessivamente uguali all'iniziale aumento della spesa pubblica. Nell'aprile del 1929, Winston Churchill ha offerto la seguente, sintetica descrizione del 'punto di vista del Tesoro' britannico durante l'annuale discorso di bilancio tenuto dal Cancelliere dello Scacchiere presso la Camera dei Comuni:

Let us, first of all, by way of preliminary digression, address ourselves to the burning question of whether national prosperity can be restored or enhanced by the Government borrowing money and spending it on making more work.

esempio il tasso di crescita della produttività e la propensione delle famiglie ad anticipare o ritardare la spesa per consumi. [...] [il] tasso di interesse reale 'naturale' o 'neutrale' [è] il tasso di interesse reale [...] coerente nel lungo periodo [...] con il prodotto al suo livello potenziale (o sostenibile) e con un tasso di inflazione stabile.”

The orthodox Treasury view, and after all British finance has long been regarded as a model to many countries, is that when the Government borrow in the market it becomes a new competitor with industry and engrosses to itself resources which would otherwise have been employed by private enterprise, and in the process it raises the rent of money to all who have need of it.⁵²

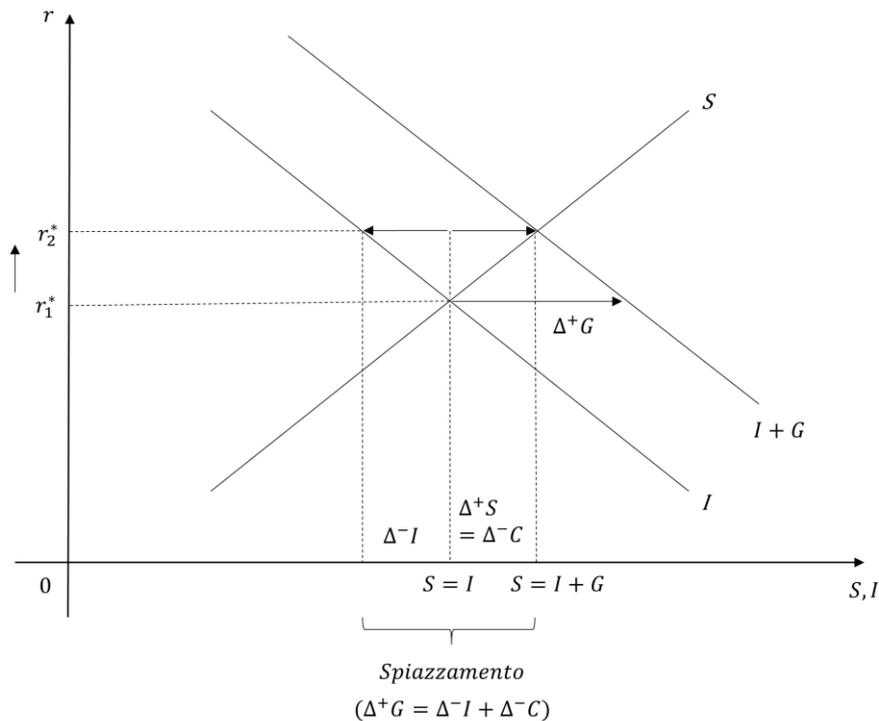


Figura 6 – Il ‘punto di vista del Tesoro’ britannico (*Treasury View*)

L’alternativa al finanziamento attraverso l’emissione di titoli del debito pubblico consiste in un intervento accomodante della Banca centrale e, quindi, in un aumento dell’offerta di moneta seguito dalla crescita dell’inflazione.

Il punto di vista difeso dal Tesoro britannico alla fine degli anni ’20 e all’inizio degli anni ’30 del secolo scorso è tornato alla ribalta in seguito ai fenomeni inflazionistici manifestatisi alla fine degli anni ’60 e durante gli anni ’70. Infatti, a giudizio degli economisti che hanno dato vita alla controrivoluzione monetarista, tali fenomeni dovevano essere attribuiti principalmente alla irresponsabile tendenza a monetizzare i deficit di bilancio legati alle politiche fiscali keynesiane di sostegno alla domanda aggregata.

Tra la fine degli anni ’70 e l’inizio degli anni ’80 del secolo scorso, i principi del monetarismo vennero adottati dall’amministrazione Reagan negli Stati Uniti e dal

⁵² Churchill (1929). Per un approfondimento sul ‘punto di vista del Tesoro’, si vedano Peden (1980, 1984) e Laidler (1999).

governo Thatcher in Gran Bretagna. L'analogia tra le posizioni espresse dal governo britannico all'inizio della Grande depressione e dal primo governo Thatcher all'inizio degli anni '80 del secolo scorso sono state espresse con grande efficacia da Nicholas Kaldor:

Il dogma monetarista per la seconda volta in questo secolo è divenuto il credo ufficiale del governo britannico. [...] L'«Opinione del Tesoro» (*Treasury View*) degli anni venti era né più né meno profonda di quella attuale di Mrs Thatcher. [...] Secondo l'ipotesi di Mr Lawson [l'allora segretario finanziario al Tesoro britannico *ndr*], il fabbisogno pubblico provoca un aumento corrispondente dell'offerta di moneta, a meno che esso non venga finanziato sul mercato (*funded*), cioè a meno che il denaro non sia preso a prestito da privati o da istituzioni attraverso la vendita netta di titoli al pubblico. In questo secondo caso il disavanzo di bilancio viene finanziato mediante «risparmi genuini» e quindi non è inflazionistico; ma ciò crea «una pressione insostenibile sul settore privato», «spiazzando» gli investimenti produttivi.⁵³

2.5. *La distinzione tra moneta e credito*

Nelle pagine precedenti abbiamo visto che, nel mondo neoclassico, la crescita esogena dell'offerta di moneta determina un incremento della domanda aggregata, ma che l'unico effetto prodotto dall'espansione monetaria consiste in un aumento del livello generale dei prezzi, del saggio di salario nominale e del tasso di interesse nominale, mentre le grandezze reali del sistema e i prezzi di equilibrio sul mercato del lavoro, sul mercato dei capitali e sul mercato del credito non subiscono variazioni.

Ora osserviamo che variazioni dell'offerta di credito determinate da una mutata propensione al risparmio delle famiglie non producono alcun effetto sul livello della domanda aggregata e sul livello generale dei prezzi. Si consideri, per esempio, un aumento della propensione al risparmio delle famiglie. In questo caso, a parità di altre condizioni, la curva dell'offerta di risparmio subisce uno spostamento verso destra. Di conseguenza, in corrispondenza del tasso di interesse reale di equilibrio precedente la variazione della propensione al risparmio, si registra un eccesso di offerta di fondi prestabili che determina una diminuzione del tasso di interesse nominale, sino a quando il tasso di interesse reale raggiunge un livello tale che la domanda e l'offerta di fondi prestabili tornano a uguagliarsi. L'aumento del risparmio, e quindi dell'offerta di fondi prestabili, si traduce in una analoga diminuzione dei consumi. Poiché l'aumento degli investimenti indotto dalla caduta del tasso di interesse reale compensa la riduzione dei consumi, né il livello della domanda aggregata né il livello generale dei prezzi cambiano. Ciò che cambia è

⁵³ Kaldor (1982a) [1984], pp. 25, 29, 159-160.

invece la composizione della domanda aggregata: mentre le famiglie consumano di meno, le imprese espandono i loro investimenti.

Sul mercato del credito e sul mercato della moneta non solo le variabili che influenzano l'offerta, ma anche quelle che determinano la domanda differiscono le une dalle altre. Di conseguenza, sono diverse anche le variabili di prezzo che assicurano l'equilibrio di mercato. Milton Friedman e Anna Jacobson Schwartz, le due figure più importanti della scuola monetarista, sottolineano che, mentre il tasso di interesse rappresenta il prezzo del credito, il prezzo della moneta coincide con il suo potere d'acquisto misurato dal reciproco del livello generale dei prezzi:

[...] [the] widespread tendency to confuse “money” and “credit” [...] has produced misunderstanding about the relevant price variable. The “price” of money is the quantity of goods and services that must be given up to acquire a unit of money – the inverse of the price level. This is the price that is analogous to the price of land or of copper or of haircuts. The “price” of money is not the interest rate, which is the “price” of credit. The interest rate connects stocks with flows – the rental value of land with the price of land, the value of the service flow from a unit of money with the price of money. Of course the interest rate may affect the quantity of money demanded, but so may a host of other variables.⁵⁴

A giudizio di Friedman e Schwartz, non esistono differenze sostanziali tra i meccanismi di aggiustamento impliciti nella equazione quantitativa e l'analisi in termini di quantità domandate e offerte di un bene qualsiasi. Tuttavia, mentre con l'approccio delle transazioni di Fisher alla teoria quantitativa l'analisi della relazione tra moneta, prezzi e potere di acquisto della moneta avviene in modo meccanico sulla base di variabili istituzionali, Friedman e Schwartz trattano la teoria quantitativa come una vera e propria teoria della domanda di moneta che richiama l'approccio delle scorte liquide di Cambridge.⁵⁵

La versione della teoria quantitativa della moneta elaborata a Cambridge da Marshall e, successivamente, da Pigou è centrata sulle scelte compiute volontariamente da agenti economici che, mossi dall'esigenza di effettuare degli scambi, desiderano disporre di un certo potere d'acquisto in termini reali.

Secondo Pigou (1917), i singoli trattengono una quota delle loro risorse sotto forma di moneta per impiegarla nelle transazioni, ma anche per soddisfare bisogni improvvisi e per effettuare acquisti alle migliori condizioni possibili non appena se ne presenti l'opportunità, ovvero per motivi di sicurezza e di convenienza. Pertanto,

⁵⁴ Friedman e Schwartz (1982), pp. 26-27. Su questo argomento si veda anche Friedman (1987), p. 10.

⁵⁵ Per un approfondimento sulle differenti versioni della teoria quantitativa della moneta si vedano Friedman (1987) e Laidler (1973, 1991).

a livello aggregato, la domanda di moneta nominale può essere formulata nel modo seguente:

$$M_d = kPY.$$

Aggiungendo la condizione di equilibrio fra domanda e offerta sul mercato della moneta, ovvero

$$M_d = M_s,$$

si ottiene

$$M_s = kPY,$$

ove k , che è pari al reciproco della velocità di circolazione della moneta ($1/V$), rappresenta la quota del reddito nominale (PY) che l'insieme dei soggetti economici desidera detenere sotto forma di moneta. Con la versione di Cambridge della teoria quantitativa della moneta viene dunque posto un problema di scelta da parte degli individui e si ammette, anche se solo implicitamente, che la moneta può svolgere non solo la funzione di mezzo di pagamento, ma anche quella di fondo di valore:

[...] the transactions approach makes it natural to define money in terms of whatever serves as the medium of exchange in discharging obligations. By stressing the function of money as a temporary abode of purchasing power, the cash-balance approach [...] leads to emphasis on variables affecting the usefulness of money as an asset: the costs and returns from holding money instead of other assets [...] essentially, that is, to emphasis on the role of cash in a portfolio.⁵⁶

Poiché il costo-opportunità di trattenere una porzione del reddito sotto forma di moneta è rappresentato dal tasso di interesse (r), il reciproco della velocità di circolazione della moneta rispetto al reddito (k) non è necessariamente costante, ma può, anzi, essere considerato una funzione del tasso di interesse. Nondimeno, l'accettazione della teoria quantitativa della moneta e la separazione tra il mercato del credito e il mercato della moneta non devono essere messe in discussione da un esplicito riconoscimento del rapporto funzionale tra la velocità di circolazione e il tasso di interesse. Nel mondo neoclassico assumono rilevanza i valori di equilibrio delle variabili economiche. Questo vale anche per il tasso di interesse di equilibrio che è determinato dall'incontro fra la domanda e l'offerta di capitale. La funzione

⁵⁶ Friedman e Schwartz (1982), p. 25. L'importanza del contributo della scuola di Cambridge consiste nell'aver gettato un ponte verso la moderna teoria monetaria, perché l'esplicita considerazione della moneta come fondo di valore porterà John Maynard Keynes ad analizzare con molta più cura dei suoi predecessori i motivi che spingono il pubblico a detenere moneta, e quindi a cercare di rompere in modo radicale con tutta la tradizione quantitativa.

$k = f(r)$ diventa allora $k = f(r^*)$, con k costante in conseguenza dell'unicità del valore di equilibrio del tasso di interesse.⁵⁷

In definitiva, l'approccio delle scorte liquide di Cambridge, pure seguendo un percorso completamente diverso, giunge alle stesse conclusioni dell'approccio delle transazioni di Fisher alla teoria quantitativa. Infatti, se, per un determinato livello dei prezzi, il fabbisogno di mezzi di pagamento (la domanda di moneta) è minore della quantità di moneta disponibile (l'offerta di moneta), gli agenti economici si trovano a disporre di un eccesso di liquidità, che cercheranno di impiegare acquistando beni. Ma dal momento che il livello della produzione è stabile in corrispondenza del pieno impiego dei fattori produttivi, e non è quindi influenzato, se non in via transitoria, da variazioni della quantità di moneta, l'incremento delle spese monetarie si traduce unicamente in un aumento del livello generale dei prezzi:

$$\bar{M} > kP\bar{Y} \rightarrow P \uparrow.$$

Quando “c'è troppa moneta a caccia di troppo pochi beni”, l'aumento del livello generale dei prezzi determina una perdita di potere d'acquisto della moneta, ovvero una perdita di valore della moneta rispetto a quello dei beni e dei servizi:

$$P \uparrow \rightarrow \frac{1}{P} = \frac{k\bar{Y}}{\bar{M}} \downarrow.$$

La distinzione tra le variabili di prezzo che regolano gli squilibri tra la domanda e l'offerta sul mercato del credito e sul mercato della moneta riflette la natura dicotomica del modello macroeconomico neoclassico. Mentre le variazioni del prezzo della moneta (del suo potere di acquisto) dipendono esclusivamente da decisioni relative a grandezze monetarie, in ultima analisi, le variazioni del prezzo del credito (del tasso di interesse) sono determinate da decisioni riguardanti il consumo e l'investimento di risorse reali. Pure riconoscendo l'importanza dell'attività di intermediazione finanziaria per lo sviluppo delle moderne economie di mercato, questa circostanza ha indotto Bennett McCallum ad affermare la sostanziale inutilità di un esame esplicito del funzionamento dei mercati finanziari:

[...] it should be clear that financial intermediaries (and financial markets more generally) are of enormous importance for the efficient functioning of a developed economy. If their activities were severely disrupted, the flow of funds from lenders to borrowers would be seriously impaired and major macroeconomic consequences would probably ensue. How, then, can it be sensible to discuss monetary economics with little attention devoted to the workings of financial markets? [...] The question's answer is, however, fairly straightforward. It rests basically on the fact that in making their borrowing and lending decisions, rational households (and firms) are fundamentally concerned with goods and services consumed or provided at various points in

⁵⁷ Su questo punto si veda Bianchi (1989), pp. 26-27.

time. They are basically concerned, that is, with choices involving consumption and labour supply in the present and the future. But such choices must satisfy budget constraints and thus are precisely equivalent to decisions about borrowing and lending – that is, supply and demand choices for financial assets. Thus, for example, a household that chooses to consume this year in excess of this year’s income, equivalently chooses to borrow [...] to the required extent. Consequently, there is no need to consider *both* types of decisions explicitly. The practice adopted in this book is to focus attention on consumption/saving decisions rather than on borrowing/lending decisions, letting the latter be determined implicitly. [...] From the perspective just expressed, it is seriously misleading to discuss issues in terms of possible connections between “the financial and real sectors of the economy,” to use a phrase that appears occasionally in the literature on monetary policy. The phrase is misleading because it fails to recognize that the financial sector *is* a real sector.⁵⁸

2.6. *Risparmio e crescita economica*

Sergio Cesaratto sottolinea come la teoria neoclassica (o marginalista) non si esaurisse nella determinazione di una configurazione di equilibrio economico generale, ma come essa riguardasse anche la questione della crescita economica:

Marginal or neoclassical theory is a theory of the level and distribution of the national product based on the social endowments of production factors, such as labour and ‘capital’, technical conditions of production, and consumer preferences. [...] but this theory was also thought to be concerned with economic growth. This was seen as the result of the increase of factors’ endowments. Concerning the accumulation of ‘capital’ economic growth was regarded as ‘endogenous’ in the characteristic neoclassical sense that it depended on the choice of the community [...] between saving – seen as the source of capital – and current consumption. There was a strict connection between the role of capital in distribution theory and in growth theory.⁵⁹

La ‘visione tradizionale’ individua nella virtù della parsimonia il fattore chiave dello sviluppo economico. Come abbiamo visto in precedenza, sebbene un aumento della propensione al risparmio delle famiglie non incida sul livello della domanda aggregata, esso ne determina però una variazione della composizione che favorisce l’investimento. Attraverso l’investimento, il risparmio rappresenta quindi la fonte dell’accumulazione di capitale e della crescita economica.

Negli anni della Grande depressione e in quelli successivi alla fine del secondo conflitto mondiale, in Italia, il punto di vista tradizionale sulla virtù della parsimonia e la centralità del risparmio, è stato difeso con particolare vigore da Luigi Einaudi,

⁵⁸ McCallum (1989), pp. 29-30.

⁵⁹ Cesaratto (1999b), p. 773.

all'epoca forse il più importante economista italiano appartenente alla scuola di pensiero liberale ancorata alla teoria dell'equilibrio economico generale:

I piagnoni, i quali tuttodi vanno lamentando la scarsità degli investimenti [...], dovrebbero piantarla con le loro querele generiche. Indichino invece quali sono e dove sono i risparmi che essi affermano non essere investiti. Fino a che ciò non si faccia, si ha ragione di affermare che la polemica sugli investimenti che non si fanno non hanno né capo né coda. Per fare il pasticcio di lepre ci vuole la lepre. Dov'è la lepre? Dove sono i risparmi che non si investirebbero? [...] Io direi che 'notoriamente' le cause dei nostri malanni sono [...] la guerra e le malattie da essa inoculate nello spirito degli uomini, ossia ingordigia, voglia di improvvisi arricchimenti, impazienza della dura fatica, incapacità alla rinuncia ed al risparmio, intolleranza del lungo aspettare il frutto della fatica,⁶⁰

Nel mondo neoclassico, il problema dell'allocazione della produzione corrente tra consumo/risparmio e investimento rappresenta una delle più importanti manifestazioni del più generale problema che caratterizza l'attività economica, quello cioè consistente nel "rendere massimo un certo risultato condizionatamente ad una data disponibilità di mezzi, o, il che è lo stesso, di rendere minimo il dispendio di mezzi per conseguire un risultato dato".⁶¹ Poiché l'insieme dei beni e dei servizi prodotti in un determinato periodo non esiste in quantità illimitata, l'analisi della scelta tra consumo e risparmio rientra nel celebre concetto di scienza economica elaborato da Lionel Robbins nel 1932:

From the point of view of the economist, the conditions of human existence exhibit three fundamental characteristics. The ends are various. The time and the means for achieving these ends are at once limited and capable of alternative application. [...] when time and the means for achieving ends are limited and capable of alternative application, then behaviour necessarily assumes the form of choice. [...] Here, then, is the unity of subject of Economic Science, the forms assumed by human behaviour in disposing of scarce means. [...] Economics is the science which studies human behaviour as a relationship between ends and scarce means which have alternative uses.⁶²

La scelta di sacrificare parte del consumo delle scarse risorse reali disponibili rappresenta dunque la necessaria premessa per l'investimento e la crescita economica futura.

In realtà, Cesaratto (1999a, 1999b) ricorda che i teorici marginalisti paventavano lo spettro di una stagnazione di lungo periodo, perché, in presenza di una relativa scarsità della forza lavoro, la progressiva abbondanza di capitale avrebbe

⁶⁰ Einaudi (1956), p. 300 e (1933) [2012], p. 213.

⁶¹ Napoleoni e Ranchetti (1990), p. 24.

⁶² Robbins (1932), pp. 12-13, 15.

determinato una caduta della produttività marginale del capitale che si sarebbe tradotta in un disincentivo alla continuazione del processo di accumulazione.

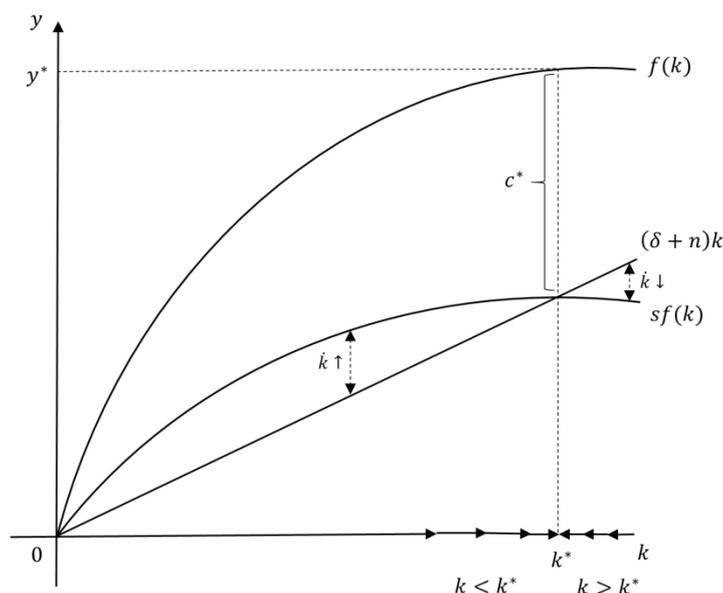


Figura 7 – Il modello di crescita neoclassico di Solow

Sorprendentemente, questi timori degli economisti marginalisti trovano conferma nelle conclusioni del modello neoclassico di crescita di Solow (figura 7). Come è noto, infatti, per effetto dell'andamento decrescente della produttività marginale del capitale, nel modello di Solow la crescita del capitale per unità di lavoro (*capital deepening*) è via via meno produttiva. Di conseguenza, l'aumento del prodotto per lavoratore associato all'uso più intensivo del capitale tende a diminuire, sino a quando il sistema raggiunge un equilibrio stazionario (*steady state*) di crescita bilanciata, in cui tutte le variabili espresse in termini di unità di lavoro rimangono costanti. Tuttavia, il *livello* del capitale, come anche i *livelli* del reddito e dei consumi, continuano ad aumentare al tasso di crescita esogeno della popolazione (*capital widening*).⁶³

⁶³ Nella figura 7 $y = f(k)$ rappresenta il prodotto per lavoratore (Y/L) determinato in funzione dell'ammontare di capitale per lavoratore (K/L), mentre $I/L = sf(k)$ è l'investimento per unità di lavoro realizzato in corrispondenza di una propensione al risparmio esogena pari a $s \in [0,1]$. La retta $(\delta + n)k$ rappresenta invece la quantità di nuovi investimenti per unità di lavoro necessari per mantenere costante l'ammontare complessivo del capitale per lavoratore. Infatti, in ogni periodo, lo stock di capitale per lavoratore diminuisce a un tasso determinato dalla somma tra il tasso di deprezzamento del capitale (δ) e il tasso di crescita della popolazione (n), entrambi dati esogenamente. Se $sf(k) > (\delta + n)k$, il capitale per lavoratore aumenta, perché l'investimento per unità di lavoro supera la riduzione del capitale per lavoratore dovuta alla crescita della popolazione e al deprezzamento dello stock di capitale. L'opposto avviene, se $sf(k) < (\delta + n)k$. Infine, quando $sf(k) = (\delta + n)k$ il sistema si trova in equilibrio di stato stazionario, con $\dot{k} = 0$ e $\dot{y} = 0$. k^*, y^*, c^*

Dunque, nel lungo periodo, la virtù della parsimonia cessa di produrre i suoi effetti positivi sulla crescita economica, e un aumento della propensione al risparmio si traduce soltanto in una crescita temporanea dello stock di capitale per lavoratore e del reddito per lavoratore.⁶⁴ Nel modello di crescita neoclassico di Solow, la continua tendenza della crescita del prodotto per lavoratore osservata nelle economie avanzate dall'epoca della rivoluzione industriale si spiega soltanto attraverso il progresso tecnologico esogeno, ovvero attraverso l'impatto di variazioni esogene della conoscenza tecnologica, considerate costanti nel tempo, sulla produttività totale dei fattori della produzione (capitale e lavoro).⁶⁵ La rilevanza del progresso tecnologico rispetto al risparmio, all'investimento e alla accumulazione di capitale per la crescita economica di lungo periodo è stata certificata empiricamente dallo stesso Solow in un importante contributo del 1957 che ha dato avvio al filone di letteratura sulla 'contabilità della crescita'.⁶⁶

Cionondimeno, sul piano empirico, in anni più recenti la centralità del risparmio e del processo di accumulazione di capitale è stata rivalutata dai lavori di Alwyn Young (1995) sulle fonti della straordinaria crescita registrata tra la metà degli anni '60 e la metà degli anni '90 del secolo scorso nelle economie delle cosiddette 'tigri asiatiche' (Corea del Sud, Singapore, Taiwan e Hong Kong).⁶⁷

Inoltre, Sergio Cesaratto rammenta che già negli anni '60 del secolo scorso l'insoddisfazione per le conclusioni teoriche del modello di Solow stimolò nuovi filoni di ricerca diretti a endogenizzare il processo di crescita di lungo periodo delle economie di mercato attraverso il ripristino del legame tra i *tassi* di crescita del Pil

indicano i valori di stato stazionario dello stock di capitale, del prodotto e dei consumi espressi in unità di lavoro, con $c^* = f(k^*) - sf(k^*) = (1 - s)f(k^*)$.

⁶⁴ Nella figura 7 un aumento della propensione al risparmio si manifesta attraverso uno spostamento verso l'alto della curva $sf(k)$.

⁶⁵ A parità di risparmio, nella figura 6 il progresso tecnologico esogeno si traduce in uno spostamento verso l'alto sia della funzione di produzione $y = f(k)$ che della funzione dell'investimento $I/L = sf(k)$.

⁶⁶ Solow ha stimato che, in media, nel periodo 1909-1949 l'economia statunitense è cresciuta del 2,49 per cento all'anno, e che 0,32 punti percentuali di tale crescita possano essere attribuiti alla crescita dello stock di capitale, mentre 1,09 punti percentuali vadano invece attribuiti alla crescita della forza lavoro. Gli effetti del progresso tecnologico, corrispondenti a un aumento della produttività totale dei fattori della produzione, sono invece stati stimati in modo residuale in misura pari a 1,49 punti percentuali. In una intervista rilasciata a Snowdon e Vane nel 1998, Solow ha confessato la sua sorpresa per le conclusioni derivanti dal suo modello di crescita e dalle successive verifiche empiriche: "*Were you surprised to find that the steady state rate of growth is independent of the saving rate? Oh yes. [...] I thought it was a real shocker. It is not what I expected at all, and by the way, when I did the 1957 paper on technical change I also expected a different answer from the one that I found. I expected that the main source of growth would be capital accumulation because that is what everyone talked about and I had heard that all my life as a student. Those were both real surprises.*" (Snowdon e Vane (2005), p. 665)

⁶⁷ Su questo argomento si confronti anche l'articolo di rassegna relativo alla letteratura sulla 'contabilità della crescita' di Bosworth e Collins (2003).

pro capite (o per lavoratore) e le decisioni di risparmio e di consumo degli agenti economici:

[...] the exogeneity of technical progress started to be felt as a problem once it was seen in connection with the lack of influence of the saving decisions on the secular growth rate – which became apparent with Solow’s model – making the role of individual saving decisions – and the policies aimed to stimulate them – ineffectual with respect to the growth rate. [...] If the ‘exogenous factors’, those that are ‘non reproducible’ on the basis of the choices of the community, do not grow, net saving leads the economy towards the stationary state. But if they do grow, then thrift is not a determinant of the accumulation rate. [...] It is this theoretical contingency that spurred the beginnings of an ‘endogenous growth’ literature in the early 1960s.⁶⁸

Solow stesso ha cercato di costruire un ponte tra le decisioni di risparmio e il progresso tecnico, avanzando l’ipotesi che gli investimenti incorporino le nuove tecnologie:

[...] it is fair to say that [an] increase in output per unit of unchanged input does not correspond very well with what actually goes on in the world under the name of technological progress. More often, a technical improvement requires that the concrete inputs, especially the capital inputs, change their forms [...]. A change in the technology of [...] production is much more likely to involve the construction of new factories, with new types of equipment. [...] I have called this kind of technical change ‘embodied’ and the other kind, which is purely organizational, may be called ‘disembodied’. [...] [If] technical progress is predominantly embodied [...] then acts of investment serve the double purpose of adding to the stock of capital goods available for future production and making that stock a little more modern, or raising the average level of technology available for use.⁶⁹

Nei lavori di Frankel (1962) e di Arrow (1962), invece, gli investimenti non sono il *veicolo* per l’introduzione del progresso tecnico, ma ne rappresentano la *fonte*. Nel modello di Frankel, la decisione delle singole imprese di aumentare la dotazione di capitale produce una esternalità positiva a livello aggregato che si manifesta attraverso l’aumentata efficienza produttiva dei fattori di produzione esogeni non riproducibili, e in particolare attraverso l’aumentata efficienza del lavoro. L’accumulazione di capitale diventa allora la fonte di rendimenti di scala crescenti che prevengono la caduta della produttività marginale del capitale. Mentre a livello di impresa la funzione di produzione continua a esibire rendimenti di scala costanti e rendimenti marginali decrescenti dei fattori produttivi (capitale e lavoro), a livello aggregato la funzione di produzione è invece caratterizzata da rendimenti di scala

⁶⁸ Cesaratto (1999b), p. 777.

⁶⁹ Solow (1963), pp. 42-43.

crescenti. Nel modello di Arrow i rendimenti di scala crescenti legati alla accumulazione di capitale vengono associati esplicitamente alle esternalità derivanti da processi di apprendimento basati sull'esperienza (processi *learning by doing*). Cesaratto (1999a, 1999b) sottolinea come il modello di Arrow abbia ispirato il lavoro di Paul Romer (1986) che ha dato origine alla elaborazione dei cosiddetti modelli di crescita endogena 'AK', in cui il risparmio influenza direttamente l'accumulazione di capitale fisico e, indirettamente, l'efficienza produttiva del lavoro, e quindi l'accumulazione di capitale umano.

Come nei modelli di Frankel e di Arrow, anche nel moderno modello di crescita endogena di Romer (1986) il progresso tecnologico rappresenta il prodotto non intenzionale della accumulazione di capitale da parte di singole imprese. Per questo motivo, tra la fine degli anni '80 e l'inizio degli anni '90 del secolo scorso, un secondo filone della moderna letteratura sulla crescita endogena ha individuato la fonte del progresso tecnologico e dell'aumentata efficienza produttiva del lavoro in deliberate scelte di investimento dirette a incrementare il livello di istruzione della forza lavoro o a sostenere l'attività di ricerca e sviluppo delle imprese. Nel modello di Lucas (1988) le scelte tra consumo corrente e consumo futuro implicano la deviazione di una parte del lavoro e delle risorse materiali disponibili dalla produzione di grano allo sviluppo di attività educative che incrementano l'efficienza delle future generazioni di lavoratori. Nel 1990, Paul Romer ha invece sviluppato un nuovo modello di crescita endogena, in cui l'economia è composta da tre settori distinti:

- il settore dedito alla produzione di grano attraverso l'impiego di un determinato numero di beni capitali eterogenei e date quantità di lavoro ordinario e di capitale umano;
- il settore intermedio, che produce specifici beni capitali in condizioni di monopolio utilizzando la parte della produzione di grano corrente non consumata, e
- il settore della ricerca, che genera nuove idee impiegando la quota di capitale umano non utilizzata nella produzione di grano. Le nuove idee sono coperte da brevetto e destinate a tradursi nella produzione di nuovi beni capitali attraverso la cessione dei diritti di brevetto alle imprese operanti nel settore intermedio.⁷⁰

Se si prescinde dalla esplicita modellizzazione del processo di produzione di nuove idee nel settore della ricerca, l'incorporazione delle nuove idee nei nuovi beni capitali evidenzia le similitudini tra il modello di crescita endogena di Romer (1990) e l'impostazione seguita da Solow all'inizio degli anni '60 del secolo scorso.

⁷⁰ Per una illustrazione del modello di Romer (1990) si veda Jones (2013, Capitolo 5).

CAPITOLO 3

L'interpretazione ortodossa tedesca delle cause della crisi nell'Eurozona

1. Risparmio, bolle speculative e crisi

Nell'Eurozona, il forte aumento dei deficit e dei debiti pubblici in rapporto al Pil osservato quando la crisi iniziata negli Stati Uniti ha colpito anche l'Europa, ha determinato una rivisitazione della tesi dominante secondo cui i crescenti squilibri all'interno dell'area dell'euro rappresentavano la conseguenza di un processo di convergenza spontaneo tra le economie dei paesi membri dell'Unione monetaria. L'esplosione dei deficit e dei debiti pubblici nei paesi 'periferici' dell'Eurozona è stata infatti letta come l'ineluttabile sintomo della insostenibilità dei debiti verso l'estero accumulati da questi paesi negli anni trascorsi dall'introduzione dell'euro. Di conseguenza, i flussi di capitali esteri diretti verso i paesi 'periferici' dell'Eurozona si sono interrotti, causando una violenta impennata dei tassi di interesse applicati dai mercati.

Per comprendere i motivi di questo repentino cambio di prospettiva, e le ragioni per l'imposizione di drastiche politiche di contenimento della spesa pubblica e di politiche di riforma strutturale ai paesi 'periferici' dell'Eurozona, facciamo nuovamente riferimento ai lavori di Hans-Werner Sinn.

L'analisi di Sinn sulle cause della crisi nell'Eurozona parte dalla constatazione che, attualmente, la maggior parte dei paesi membri dell'Unione europea presenta elevati rapporti tra debito pubblico e Pil per effetto della crisi scoppiata inizialmente negli Stati Uniti. Tuttavia, egli distingue tra debiti sovrani e debiti verso l'estero e, nell'ambito di questi ultimi, tra i debiti contratti dal settore privato e quelli generati dal settore pubblico. Sinn sottolinea che, negli anni successivi all'introduzione dell'euro, gli alti debiti con l'estero di Grecia e Portogallo sono stati originati dagli eccessi di spesa del settore pubblico. Nei casi dell'Irlanda e della Spagna l'ingente indebitamento estero è invece nato dalla elevata propensione alla spesa del settore privato. Sinn conclude che, in realtà, le economie dei paesi 'periferici' dell'Eurozona non hanno sofferto di una crisi da debito sovrano, ma di una crisi da eccesso di debiti esteri:

Most Eurozone countries were pushed into higher sovereign debt levels as a result of the crisis. However, sovereign debt is not necessarily foreign debt, since domestic investors may have bought government bonds, and foreign debt is not necessarily sovereign debt, since private households and institutions may also have borrowed abroad. Thus, the thesis that countries slid into crisis because they had issued too much public debt is not generally correct: while it

does apply to Greece and Portugal, it does not apply to Ireland and Spain. Despite their prudent debt policies, these two latter countries suffer from a high foreign debt burden. [...] By the end of 2012, Ireland had a net foreign debt of 112%, Greece one of 109% and Spain one of 91% of GDP, all truly alarming levels. They were surpassed only by the debt level of Portugal (115%). This qualifies the frequent assertion that the GIPSIC countries are suffering from a sovereign debt crisis. Obviously, the countries' private economies also borrowed abroad, and in some cases this was the dominant factor. The GIPSIC countries are suffering primarily from a foreign debt crisis rather than a mere sovereign debt crisis.¹

Contrariamente alle aspettative alimentate dall'introduzione dell'euro, i risparmi accumulati nei paesi nord europei, e in particolare in Germania, non hanno favorito una reale convergenza tra le economie dei paesi dell'Eurozona. Sinn osserva che, indipendentemente dall'origine dei debiti esteri, i capitali intermediati dalle grandi banche e assicurazioni del Nord hanno invece drogato artificialmente la crescita delle economie della 'periferia' europea, favorendo la formazione di bolle immobiliari in Spagna e in Irlanda:

Savers in the northern European countries like Germany filled their savings books and paid their life insurance policies, and the banks and insurance companies sent their money abroad, in the hope of capturing higher yields than at home. The funds thus exported served to finance many a sensible project, but unfortunately they were also used to finance many ventures that were far less sensible. The funds flowed across the Atlantic into dodgy asset-backed securities (ABS) consisting of structured credit claims of US banks [...]. The money also flowed into the government bonds of southern European countries, helping to finance salary increases for state employees, and to savings banks, such as the Spanish *Cajas*, that today are teetering on the brink of insolvency because they invested the money in risky real-estate projects. [...] In mortgage lending terms, the same thing occurred in Spain as in the US. [...] The picture in Ireland was quite similar. The real-estate boom was even more pronounced than in Spain [...]. But at the end of the day it was irrelevant whether the cheap credit that fuelled the boom reached the economy through the private or the public sector, since one sector profited automatically from the other sector. In Portugal and Greece the state employees bought and built houses from their credit-financed wage increases, while in Ireland and Spain the construction workers, developers and homeowners paid taxes out of their credit-financed incomes. This boosted the economy and eventually turned into what is known as a bubble: a boom fuelled by exaggerated optimism that must burst sometime because the country's fundamentals no longer correspond to the nominal asset values, sparking fears among creditors for the safety of their investments. The economic boom was exactly what one had expected from the euro. It led to real convergence within the Eurozone, that is, to a catch-up

¹ Sinn (2014a), p. 61. Con l'acronimo GIPSIC Sinn fa riferimento non solo a Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia (i cosiddetti GIPSI), ma anche a Cipro.

process among the hitherto poor countries. The boom, however, took on too much momentum and boosted wages, goods prices and property prices beyond a level sustainable in the long-term. In making their investment decisions, people projected the observed trend into an arbitrarily far future, shooting too often far beyond the mark.²

Secondo Sinn, i paesi ‘periferici’ dell’Eurozona hanno vanificato la storica occasione offerta dalla convergenza dei tassi di interesse nominali seguita all’introduzione dell’euro, perché, sebbene ci si aspettasse un aumento dell’indebitamento estero dei paesi meno sviluppati dell’Unione, alla prova dei fatti i vantaggi di costo derivanti dall’adesione alla moneta unica sono stati sprecati nella direzione sbagliata.³ A questo proposito, Giavazzi e Spaventa citano Ingram (1973) per sottolineare che i paesi colpiti dalla crisi nell’Eurozona non hanno rispettato il vincolo implicito nell’approccio intertemporale alla bilancia dei pagamenti, finendo quindi per vivere al di sopra dei loro mezzi:

Ingram (1973) warns that the irrelevance of current account imbalances and of external debt in a monetary union holds only as long as “the proceeds of external borrowing are used for [...] productive purposes” and adds, by way of example, that “to finance unemployment compensations or other income-maintenance programs by external borrowing would be asking for trouble!”. This distinction [...] points to an old notion. Ingram says that, if foreign borrowing is for “productive purposes”, a rise of external debt in absolute terms is sustainable because it is accompanied by a proportional growth of national wealth. This condition, we would say today, implies that borrowing is put to uses such that the intertemporal budget constraint is satisfied, with future (discounted) positive net exports matching today’s incurred liabilities. For this to happen the country must use [...] the resources it borrows to enhance its potential in the production of goods that can be exported.⁴

Pertanto, negli anni successivi all’adozione della moneta unica, i crescenti differenziali di inflazione osservati nell’area dell’euro non erano il risultato del cosiddetto ‘effetto Balassa-Samuelson’, ovvero la conseguenza di cospicui guadagni di produttività nei settori esportatori dei paesi ‘periferici’ dell’Eurozona. Al contrario, essi rappresentavano il riflesso di boom inflazionistici insostenibili che

² *Ibidem*, pp. 68-70, 92.

³ In Italia l’accumulo di deficit di parte corrente è stato molto minore che non in Grecia, Portogallo, Spagna e Irlanda. Tuttavia, a giudizio di Sinn (2014a, pp. 58-61), l’Italia ha commesso l’imperdonabile errore di non aver destinato il risparmio derivante dalla minor spesa in interessi all’abbattimento del debito pubblico accumulato negli anni precedenti la firma del Trattato di Maastricht attraverso politiche di spesa pubblica dirette a mantenere gli ampi avanzi primari registrati tra il 1995 e il 2000.

⁴ Giavazzi e Spaventa (2010), p. 6

hanno privato i paesi ‘periferici’ dell’Unione monetaria della loro capacità competitiva nei confronti degli altri paesi dell’Eurozona e del resto del mondo.⁵

Le dinamiche della mancata convergenza economica tra i paesi aderenti all’Unione monetaria sono state illustrate da Sinn attraverso la figura 8.

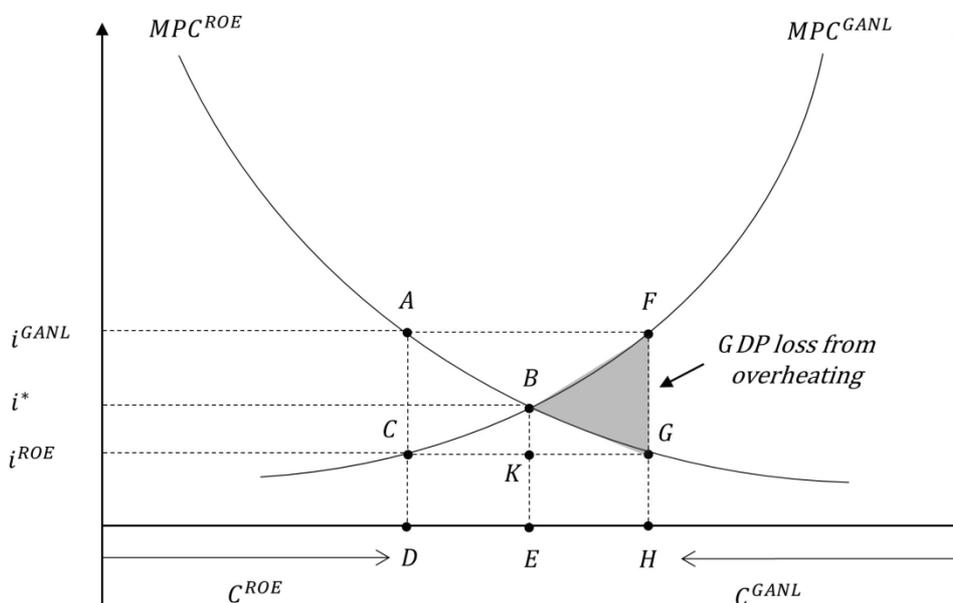


Figura 8 – La mancata convergenza economica tra i paesi dell’Eurozona
(Fonte: Sinn 2010b, p. 13)

Diversamente da quanto visto nella figura 1, nella figura 8 il tasso di interesse i non rappresenta più il tasso di interesse determinato contrattualmente tra debitori e creditori, bensì l’aspettativa matematica del tasso di interesse di equilibrio. Sinn definisce questo tasso di equilibrio come tasso di interesse ‘effettivo’, ovvero come il tasso di interesse nominale al netto del tasso di svalutazione atteso rispetto al marco tedesco e al netto della perdita attesa in caso di inadempimento di un paese debitore. Qualora non fosse stato introdotto l’euro, il tasso di interesse nominale nei paesi *ROE* sarebbe stato più alto di quello applicato nei paesi *GANL* (come è sempre avvenuto storicamente).⁶ Tuttavia, in considerazione dell’esistenza del rischio di svalutazione questo differenziale di tasso sarebbe stato compatibile con l’uguaglianza dei tassi di interesse ‘effettivi’ applicati nei paesi *ROE* e nei paesi *GANL*.

⁵ “Regardless of whether foreign debt was amassed by the public or the private sector, in all [the GIPSIC] countries the euro gave rise to an inflationary boom that deprived them of their competitiveness.” (Sinn 2014a, p. 67)

⁶ Ricordiamo che i paesi *GANL* sono la Germania, l’Austria e l’Olanda (i paesi di quella che una volta veniva definita come la ‘zona del marco tedesco’), mentre i paesi *ROE* sono i paesi restanti che sarebbero entrati nell’Unione monetaria.

Secondo questa nuova interpretazione, l'economia europea si sarebbe allora trovata nel punto *B*, ovvero in una situazione caratterizzata dalla efficiente allocazione dei capitali disponibili e, quindi, corrispondente all'uguaglianza tra le produttività marginali dei capitali investiti nelle due aree economiche considerate.

Contrariamente alle attese, l'introduzione della moneta unica ha impedito il raggiungimento di una condizione di equilibrio efficiente, perché con il venire meno del rischio di svalutazione gli investitori dei paesi 'centrali' dell'Eurozona si sono sentiti erroneamente al sicuro. Infatti, essi hanno sottovalutato il rischio di inadempimento derivante dalle difficoltà finanziarie dei paesi ormai impossibilitati a erodere i loro debiti attraverso politiche inflazionistiche combinate alla svalutazione del tasso di cambio.

Nell'ambito di questo nuovo scenario, la convergenza dei tassi di interesse nominali implica una divergenza tra i tassi di interesse 'effettivi' che premia i paesi *ROE*. Poiché il livello del tasso di interesse 'effettivo' dei paesi *ROE* è sceso al di sotto di quello dei paesi *GANL*, i paesi *ROE* importano troppi capitali da questi ultimi. Questa situazione di squilibrio è rappresentata dalla retta tratteggiata, perpendicolare all'asse delle ascisse, che passa per i punti *F*, *G* e *H*. Il differenziale tra i tassi di interesse 'effettivi' è misurato dalla distanza *FG*, mentre l'eccesso di capitale esportato verso i paesi *ROE* è indicato dal segmento *EH* sull'asse delle ascisse. Il reddito prodotto nei paesi *ROE* aumenta in misura pari all'area *BGHE*, ma non compensa per intero la diminuzione del reddito prodotto nei paesi *GANL*, invece corrispondente all'area *BFHE*.

I paesi *ROE* traggono vantaggio da questa situazione, perché gli interessi 'effettivi' pagati per l'importazione aggiuntiva di capitali dai paesi *GANL* sono uguali all'area indicata dal rettangolo *KGHE*. Di conseguenza, i paesi *ROE* guadagnano redditi addizionali in misura pari all'area *BGK*. Viceversa, i paesi *GANL* subiscono una perdita netta, perché si aspettano di ottenere un tasso di remunerazione del capitale uguale a i^{GANL} , mentre, in realtà, ottengono interessi più bassi pari a i^{ROE} . Pertanto, l'aumento dei redditi da interessi ottenuti all'estero (*KGHE*) non compensano la perdita di reddito misurata dall'area *BFHE*. La perdita netta di redditi nei paesi *GANL* è quindi uguale a *BFGK*. Tale perdita è superiore ai guadagni di reddito netti dei paesi *ROE* indicati dall'area *BFG*, che misura anche la perdita di reddito netta subita in aggregato dall'Eurozona per effetto della inefficiente allocazione dei capitali.

La crisi nell'Unione monetaria scoppia quando, dopo il generalizzato aumento dei deficit e dei debiti pubblici in rapporto al Pil seguito al fallimento di Lehman Brothers, gli investitori dei paesi 'centrali' si rendono improvvisamente conto che il processo di crescita dei paesi 'periferici' favorito dall'introduzione della moneta unica non è sostenibile, e che gli squilibri delle partite correnti segnalano il rischio di insolvenza dei paesi debitori:

[...] investors suddenly realized that the pattern followed by some countries in the last decade, with growth driven by domestic demand and financed with foreign borrowing, was unsustainable, and that the heavy imbalances which had accumulated were not the unavoidable outcome of healthy convergence processes but signaled the existence of solvency problems. To quote Ingram (1973) once more, under a single currency “the nation’s entire stock of financial assets becomes a kind of external reserve asset” pledged against the foreign debt. To serve this purpose, however, those assets must represent, as it were, the capacity of producing flows of goods and services available to serve the debt. [...] this was not the case in Ireland and Spain, because of the preponderance of construction and housing, nor in Greece or in Portugal, where debt was incurred for consumption purposes.⁷

Sinn (2014a, p. 144) mostra come, subito dopo il fallimento di Lehman Brothers, i sistemi bancari internazionali abbiano ridotto la loro esposizione verso i settori pubblici e privati dei paesi ‘periferici’ dell’Eurozona. Nell’autunno del 2009, l’esplosione del problema del debito pubblico greco ha alimentato ulteriormente la presa di coscienza degli investitori internazionali sulla vera natura della crescita nella ‘periferia’ europea.

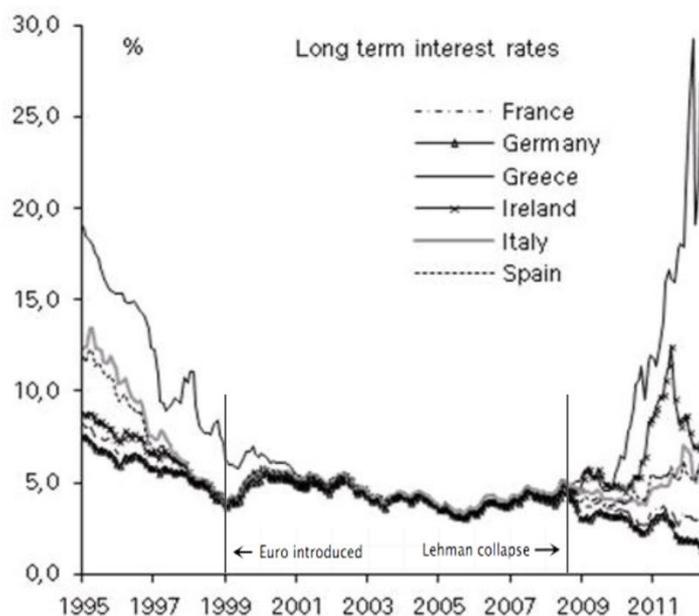


Figura 9 - Tassi di interesse sui titoli di Stato di durata decennale nei paesi dell’Eurozona, 1995-2011 (Fonte: <http://www.economonitor.com>, consultato il 15 marzo 2013)

Tra l’autunno del 2009 e la fine dell’estate del 2012, questa presa di coscienza ha quindi posto fine a un periodo quasi decennale di sostanziale convergenza tra i tassi

⁷ Giavazzi e Spaventa (2010), p. 12.

di interesse nominali richiesti dai mercati sui titoli di stato emessi dai paesi membri dell'Unione monetaria. Infatti, come si può notare dalla figura 9, il differenziale di tasso (*spread*) tra i *Bund* tedeschi, considerati i titoli a minor rischio di insolvenza tra quelli emessi dai paesi dell'Eurozona, e i tassi nominali sui titoli di stato emessi dai paesi 'periferici' sono aumentati vertiginosamente.

2. La distorsione dei meccanismi di funzionamento del mercato dei capitali

2.1. Le analogie con l'ipotesi sull'esistenza di un eccesso di risparmio globale di Bernanke

La tesi di Sinn, secondo cui le bolle immobiliari e la crescita inflazionistica osservate nelle 'periferie' dell'Eurozona negli anni successivi all'introduzione della moneta unica debbano essere imputate all'importazione di una quota troppo elevata di risparmi dalle economie nord europee, e in particolare dalla Germania, presenta delle analogie con l'ipotesi sull'esistenza di un eccesso di risparmi globali (*global saving glut*) sviluppata da Ben Bernanke (2005, 2007b, 2010a) per spiegare le origini della crisi dei mutui *subprime* scoppiata negli Stati Uniti nell'estate del 2007.

Come è noto, Bernanke ha elaborato la sua ipotesi sull'esistenza di un eccesso di risparmi globali interrogandosi sulle ragioni che hanno prodotto una fortissima espansione del deficit delle partite correnti statunitensi, passato dall'1,5 per cento del Pil nel 1996 al 6,2 per cento nel 2006. Poiché, nel periodo considerato, i tassi di interesse reali negli Stati Uniti hanno subito una significativa riduzione, Bernanke ha escluso che il peggioramento dei conti con l'estero dipendesse da fattori interni all'economia americana:

In fact, there is no obvious reason why the desired saving rate in the United States should have fallen precipitously over the 1996-2004 period. Indeed, the federal budget deficit, an oft-cited source of the decline in U.S. saving, was actually in surplus during the 1998-2001 period even as the current account deficit was widening. Moreover, a downward shift in the U.S. desired saving rate, all else being equal, should have led to greater pressure on economic resources and thus to increases, not decreases, in real interest rates. [...] from a normative viewpoint we have good reasons to believe that the U.S. saving rate should be higher than it is. Nonetheless, domestic factors alone do not seem to account for the large deterioration in the U.S. external balance.⁸

Esclusi i fattori di natura interna, Bernanke ha individuato la causa del peggioramento delle partite correnti statunitensi nella eccessiva accumulazione di risparmi a livello globale legata all'invecchiamento della popolazione nelle economie avanzate e, soprattutto, agli sviluppi che dalla metà degli anni '90 del secolo scorso

⁸ Bernanke (2007b), p. 2.

hanno interessato i paesi esportatori di petrolio e le economie emergenti dell'Asia. Nel primo caso, l'aumento della propensione al risparmio è stata favorita da un rilevante incremento del prezzo del petrolio, mentre nel caso dei paesi asiatici emergenti hanno svolto un ruolo determinante la crisi finanziaria del 1997, che aveva provocato la caduta degli investimenti e l'adozione di politiche dirette alla accumulazione di riserve in dollari, e il forte aumento del flusso di risparmi dovuto al tumultuoso sviluppo della economia cinese.

Per spiegare la relazione causale tra l'aumentata propensione al risparmio a livello globale e la significativa riduzione della propensione al risparmio corrispondente all'aumento del deficit delle partite correnti statunitensi, Bernanke ha individuato due distinti meccanismi di trasmissione.

Nel periodo 1996-2000, i risparmi accumulati all'estero sono affluiti negli Stati Uniti perché attirati dalla prospettiva di elevati rendimenti legati alla rivoluzione informatica e all'aumento della produttività delle imprese statunitensi. Alla fine del secolo scorso, l'afflusso di capitali dall'estero ha quindi alimentato il boom di borsa e la bolla speculativa delle azioni delle cosiddette società *dot.com*. Ma mentre gli investimenti crescevano in modo vertiginoso, le famiglie americane avevano ridotto drasticamente la loro propensione al risparmio a causa dell'aumento di ricchezza determinato dall'esplosione dei corsi di borsa:

From about 1996 to early 2000, equity prices played a key equilibrating role in international financial markets. The development and adoption of new technologies and rising productivity in the United States – together with the country's long-standing advantages such as low political risk, strong property rights, and a good regulatory environment – made the U.S. economy exceptionally attractive to international investors during that period. Consequently, capital flowed rapidly into the United States, helping to fuel large appreciations in stock prices and in the value of the dollar. [...] From the trade perspective, higher stock-market wealth increased the willingness of U.S. consumers to spend on goods and services, including large quantities of imports, while the strong dollar made U.S. imports cheap (in terms of dollars) and exports expensive (in terms of foreign currencies), creating a rising trade imbalance. From the saving-investment perspective, the U.S. current account deficit rose as capital investment increased (spurred by perceived profit opportunities) at the same time that the rapid increase in household wealth and expectations of future income gains reduced U.S. residents' perceived need to save.⁹

All'inizio del periodo 2000-2006, lo scoppio della bolla dei titoli *dot.com* ha prodotto una drastica caduta degli investimenti diretti verso gli Stati Uniti, mentre la tendenza globale all'accumulazione di risparmio restava immutata. Di conseguenza, i

⁹ Bernanke (2005), pp. 6-7.

tassi di interesse reali sono scesi in tutto il mondo per ripristinare l'equilibrio sul mercato internazionale dei capitali. Secondo Bernanke, in questo secondo periodo la relazione tra l'eccesso di risparmio globale e la riduzione della propensione al risparmio delle famiglie americane non si spiegava più con l'aumento dei prezzi di borsa dei titoli legati alla rivoluzione informatica, bensì attraverso l'effetto ricchezza indotto dal fortissimo aumento del prezzo degli immobili seguito alla progressiva discesa dei tassi di interesse reali. Quando, dopo il 2003, al boom degli investimenti residenziali si sono aggiunti la ripresa degli investimenti produttivi e il peggioramento del disavanzo del bilancio pubblico, il deficit delle partite correnti degli Stati Uniti è ulteriormente aumentato, acuendo la dipendenza del paese dagli afflussi di capitali dall'estero:

After the stock-market decline that began in March 2000, new capital investment and thus the demand for financing waned around the world. Yet desired global saving remained strong. The textbook analysis suggests that, with desired saving outstripping desired investment, the real rate of interest should fall to equilibrate the market for global saving. Indeed, real interest rates have been relatively low in recent years, not only in the United States but also abroad. [...] The weakening of new capital investment after the drop in equity prices did not much change the net effect of the global saving glut on the U.S. current account. The transmission mechanism changed, however, as slow real interest rates rather than high stock prices became a principal cause of lower U.S. saving. In particular, during the past few years, the key asset-price effects of the global saving glut appear to have occurred in the market for residential investment, as low mortgage rates have supported record levels of home construction and strong gains in housing prices. [...] The expansion of U.S. housing wealth, much of it easily accessible to households through cash-out refinancing and home equity lines of credit, has kept the U.S. national saving rate low – and indeed, together with the significant worsening of the federal budget outlook, helped to drive it lower. As U.S. business investment has recently begun a cyclical recovery while residential investment has remained strong, the domestic saving shortfall has continued to widen, implying a rise in the current account deficit and increasing dependence of the United States on capital inflows.¹⁰

Bernanke dunque lega la caduta della propensione al risparmio delle famiglie americane allo sviluppo della bolla dei titoli azionari delle società *dot.com* e allo sviluppo della successiva bolla sul mercato immobiliare. In entrambi i casi, egli attribuisce la formazione delle bolle alla eccessiva propensione al risparmio registrata a livello globale, e in particolare nei paesi emergenti dell'Asia. Non solo. Per rafforzare la sua tesi, e contrastare l'ipotesi che la responsabilità per lo sviluppo della bolla immobiliare fosse da attribuire alle autorità monetarie americane, l'ex

¹⁰ *Ibidem*, p. 7.

Presidente della *Federal Reserve* sottolinea che gli Stati Uniti non erano un caso isolato. Infatti, Bernanke mostra che i dati relativi a venti paesi industrializzati indicano che nei paesi caratterizzati da un peggioramento del saldo delle partite correnti e da un corrispondente afflusso di capitali dall'estero la dinamica dei prezzi degli immobili era stata simile a quella osservata negli Stati Uniti.¹¹

2.2. La difesa della virtù della parsimonia e l'assenza di un adeguato quadro normativo per il corretto funzionamento del mercato dei capitali

Nonostante le similitudini tra le loro analisi, a differenza di Bernanke, Sinn non attribuisce alcuna 'colpa' ai paesi caratterizzati da una elevata propensione al risparmio,¹² ma continua a tessere l'elogio della virtù della parsimonia. In particolare, egli rigetta le accuse di neomercantilismo dirette alla Germania, sottolineando come negli anni successivi all'introduzione dell'euro l'economia tedesca si sia fortemente indebolita per effetto del deflusso di capitali verso le 'periferie' dell'Unione monetaria. Sinn sottolinea che, nel periodo 2000-2007, al saldo attivo delle partite correnti tedesche corrispondeva una forte riduzione della spesa per beni di investimento in Germania, cui ha fatto seguito una prolungata stagnazione dell'economia tedesca. A causa della caduta dei redditi, il surplus della bilancia commerciale tedesca derivava soprattutto da un deficit di importazioni, e la Germania non solo non poteva essere considerata la vera beneficiaria dell'introduzione dell'euro, ma avrebbe invece dovuto essere ringraziata per aver alimentato, attraverso i propri risparmi, la crescita dei paesi 'periferici' dell'Eurozona:

¹¹ “[...] a recent study of 20 industrial countries by the International Monetary Fund (IMF) [...] and replicated by Board staff [...] [shows that] the relationship between the stance of monetary policy and house price appreciation across countries is quiet weak. [...] What does explain the variability in house price appreciation across countries? In previous remarks I have pointed out that capital inflows from emerging markets to industrial countries can help to explain asset price appreciation and low long-term real interest rates in the countries receiving the funds – the so-called global savings glut hypothesis [...]. Today [...] I would like to take a moment to show that accounting for capital inflows is likely to prove fruitful for explaining cross-country differences. [...] countries in which current account worsened and capital inflows rose [...] had greater house price appreciation over this period. [...] as more accomodative monetary policies generally reduce capital inflows, this relationship appears to be inconsistent with the existence of a strong link between monetary policy and house price appreciation.” (Bernanke (2010a), pp. 3-4)

¹² “[...] US capital imports have been due less to the strength of the USA as an investment location than to the innovativeness of its financial system; or rather to the tricks used by American bankers to make the savers of the world empty their pockets. Ben Bernanke, the American central bank chairman, still held in 2007 [...] [that] America had accepted the ‘savings glut’ of the world, thereby helping other countries. [...] Just the opposite was true. Because Americans had stopped saving, the country had to find financing abroad by selling more and more securities. [...] World financial markets are not suffering from a ‘savings glut’, as Fed Governor Bernanke claimed, but from a glut of American toxic assets.” (Sinn (2010a) [2010], pp. 27-28, 36)

[...] don't the persistent German trade surpluses indicate that the country has indeed been a beneficiary of the euro? After all, its export success generates profits and jobs, and is envied throughout Europe. As far as the statistics are concerned, [...] the Eurozone as a whole had a balanced external current account [...], [thus] the German surplus must inevitably have had its mirror image in the deficits of other euro countries. But did Germany really capture some advantages through its surplus and, most crucially, at the expense of other countries? This would be too hasty a conclusion [...]. The German surplus over the period in question was driven by capital movements that weakened the German economy instead of strengthening it. [...] Since German domestic investment fell while [...] savings [...] sought higher returns abroad, the country went through a prolonged slump. [...] German incomes rose little, and the demand for imports lagged in comparison to other countries. Exports, however, given that they were the imports of other countries, rose apace with the rising incomes of those other countries. Because of this the German export surplus was more an import deficit than anything else. [...] The situation was the exact opposite in the periphery countries. There, capital was flowing in, fuelling inflationary consumption and an investment boom, which in turn fuelled demand for imports, while rising wages and prices undermined the competitiveness of their export industries. That is the law of capitalism. If capital flows from A to B, A will experience a slump and B a boom. The booming economy increases its imports and reduces its exports as a result of higher incomes and prices, while the opposite occurs in the sagging economy. Germany was the sagging economy, while the European periphery was the booming one. That explains Germany's surplus and the European tango, but it by no means supports the thesis that the German current account surplus materialized 'at the expense' of other countries. Nothing could be more absurd than accusing the country whose capital seeps away to other countries, creating jobs and income there rather than at home, of taking advantage of other countries. Seeing a trade surplus as a sign of special profits of the exporting country [...] is nothing but crude mercantilism.¹³

Inoltre, Sinn osserva che, dal punto di vista della creazione di posti di lavoro in Germania, gli effetti di domanda associati al deflusso di capitali verso l'estero sono nulli, mentre non lo sono gli effetti prodotti sul lato dell'offerta aggregata:

It is true that jobs are created in the export sector, a trivial effect that is readily visible, but if capital had not been exported, as represented by the current account surplus, the funds would have fuelled domestic demand and created jobs in construction and the engineering industries at home. So there is no net gain for domestic labour from the demand effect that comes with a current account surplus, if this surplus is the result of a portfolio shift from domestic to foreign investment. What many people overlook is that it makes no difference to the demand for domestic products whether domestic savings are used for domestic or foreign investment. The former leads to as much demand

¹³ Sinn (2014a), pp. 100-102.

in the domestic construction and equipment industries as the latter leads to a net demand among the industries engaged in foreign trade. A shift from domestic to foreign demand could only generate beneficial differential effects for domestic labour if the export industries were more labour-intensive than the domestic sector of non tradeables, primarily the construction sector, but the opposite is the case. Thus, if anything, the demand effect represented by the export surplus is likely to be negative rather than positive for domestic labour. The true difference between domestic and foreign investment comes from supply-side effects. Obviously, only domestic investment generates more domestic supply by increasing the domestic production capacity. If the supply effect takes place abroad, domestic workers get nothing out of it; they can only benefit if the supply effect occurs at home, as new jobs result from building new factories and installing machinery for domestic use.¹⁴

Confermato il ruolo imprescindibile del risparmio per la crescita di una economia capitalista, Sinn si sofferma sulle ragioni per le quali il sistema finanziario europeo non è stato in grado di indirizzare i capitali dei paesi ‘centrali’ dell’Eurozona verso gli usi maggiormente produttivi nei paesi ‘periferici’, favorendone invece lo spreco attraverso attività speculative o eccessi di spesa del settore pubblico.

A questo proposito, Sinn afferma che, nell’Eurozona, l’inefficiente allocazione dei capitali seguita all’introduzione della moneta unica non rappresenta un fallimento del mercato, bensì un fallimento della politica, incapace di garantire l’applicazione dell’art 125 del *Trattato sul funzionamento dell’Unione europea (TFUE)*, quello contenente la cosiddetta clausola di ‘non salvataggio’ (o di *no bailout*),¹⁵ attraverso la predisposizione di un adeguato quadro normativo.

Se la clausola di *no bailout* fosse stata presa sul serio, secondo Sinn si sarebbero dovute predisporre anche le regole per affrontare i casi di insolvenza degli stati membri dell’Unione monetaria, e le regole per l’eventuale uscita ordinata di un paese membro dall’Unione stessa.¹⁶

¹⁴ *Ibidem*, p. 103.

¹⁵ L’art. 125 del TFUE vieta ai paesi membri dell’Unione di rispondere dei debiti contratti da un altro stato membro: “L’Unione non risponde né si fa carico degli impegni assunti dalle amministrazioni statali, dagli enti regionali, locali o altri enti pubblici, da altri organismi di diritto pubblico o da imprese pubbliche di qualsiasi Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto economico specifico. Gli Stati membri non sono responsabili né subentrano agli impegni dell’amministrazione statale, degli enti regionali, locali o degli altri enti pubblici, di altri organismi di diritto pubblico o di imprese pubbliche di un altro Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto specifico.”

¹⁶ “Had the no-bailout clause been taken seriously, the Eurozone countries would have had to implement directives and procedures for the case of state insolvencies, specifying what would happen in such a case, in particular the sequence in which creditors would be affected by haircuts and debt-rescheduling operations. In addition, rules for orderly exits from the Eurozone would have had to be specified.” (Sinn (2014a, p. 75)

Inoltre, Sinn sottolinea che la mancata considerazione dell'art. 125 del TFUE trova conferma nella decisione delle autorità dell'Unione di consentire alle banche commerciali di acquistare i titoli di stato di tutti i paesi dell'Unione europea senza l'obbligo di accantonare quote di capitale proprio a copertura dell'investimento, e nella decisione di permettere che, nell'Eurozona, le banche si prestino fondi ponderando i rischi in maniera indifferenziata. È la mancanza di un adeguato quadro normativo che ha indotto gli attori del sistema finanziario a valutare in modo scorretto i profili di rischio dei potenziali debitori, distorcendo quindi i meccanismi di allocazione dei capitali nell'area dell'euro:

One of the most important policy decisions of the EU that reflected the neglect of the no-bailout clause was to allow commercial banks, regardless of the regulatory model they chose, to buy government bonds of all EU countries without having to hold capital against such bonds. Small wonder then that the banks dumped caution overboard and loaded their balance sheets with government bonds, which later turned out to be toxic. [...] Small and undifferentiated risk weights were also allowed for if banks were lending to other banks in the Eurozone. [...] This provision artificially heated up the European interbank market, by directing credit flows to banks with low creditworthiness that would otherwise have found borrowing more difficult. It induced northern European banks to lend excessively to the banks in southern Europe and Ireland, encouraging them, in turn, to lend excessively to local firms, households and governments. [...] A mere political decision by bureaucrats far below the Treaty level, unnoticed by the public, reduced the effective equity requirements of lending banks and pronounced all borrowing governments and banks in the Eurozone as equally safe, although they were not. [...] These decisions explain why the banks of the north gobbled up the southern countries' government bonds and were lending such gigantic volumes of funds to the banks of the countries now in crisis. They also explain the problematic linkage between southern European banks and their sovereigns that the EU currently so deplors. The regulatory mistakes created a huge distortion in international capital flows [...] [and] undermined the fundamental role of the capital markets in assessing risks and charging well-differentiated risk premia.¹⁷

A giudizio di Sinn, in assenza di un adeguato quadro normativo, non ci si deve sorprendere, se le banche hanno operato con un elevato grado di leva finanziaria, perseguendo il profitto senza preoccuparsi più di tanto dei rischi di inadempimento dei debitori. La possibilità di svolgere una attività economica limitando al minimo il capitale impiegato rappresenta un irresistibile incentivo alla speculazione e alla trasformazione di una ordinata economia di mercato in un vero e proprio casinò:

¹⁷ *Ibidem*, pp. 76-78.

The EU undermined the Maastricht Treaty by encouraging investors to disregard risks and put their money in places they would normally stay away from. [...] To be sure, the banks [...] could have charged differentiated risk premia and decided to voluntarily set aside more buffer capital. But they didn't do that, because they knew that they would lose any additional precautionary capital if the worst came to the worst. The strategy of operating with a minimum of capital is widespread around the world and is the core of the business model of thousands of financial institutions. In normal times, if all goes well, the profits are distributed to the shareholders; if a crisis hits and the institution defaults, the only loss the shareholders have to bear is the bit of capital they injected. Gambling with limited liability is the basic principle of casino capitalism.¹⁸

Il tema della insufficiente regolamentazione del sistema finanziario, e quello della trasformazione delle attività di una economia capitalista nelle attività di un casinò a causa della presenza di incentivi che distorcono i comportamenti degli agenti economici, erano già stati trattati diffusamente da Sinn in un suo libro dedicato alla crisi finanziaria globale seguita allo scoppio della bolla sul mercato immobiliare statunitense nell'estate del 2007.¹⁹ Sinn considera la crisi dei mutui *subprime* come il prodotto del modello anglosassone di capitalismo, un modello basato sulla deregolamentazione del sistema finanziario e sempre più spesso imitato anche in Europa:

People who have lost their homes, their jobs, and their money are frustrated and angry. They are looking for those to blame for the crisis. The media is spotlighting facets of the banking crisis by reporting on personal failures, greed, and examples of abysmal human character. [...] Economists, in contrast, do not look at the problems in terms of individual failures, but rather in the light of systemic errors that must be rectified. [...] The problem [...] is not primarily the lacking morals of the actors but the wrong incentives, generated by the legal concept of limited liability, combined with excessively lax regulation. Because banks are allowed to run their business on a minimum of equity, they should not be blamed for gambling with their customers' money in the international financial markets. [...] A country's welfare is the result of the combined effects of individual human decisions that are essentially explained by the institutional rules of the game as represented by laws and decrees. These rules of the game must be analysed if the systemic errors are to be found and recommendations for a new organization of the economy are to be made. This is not a question of the capitalist system as such [...]. One should not throw out the baby with the bathwater, for compared to the economic chaos and the dictatorship of the socialist systems even the financial crisis and its effects are relatively minor problems. [...] The crisis is a crisis of the American financial system that mutated into the 'by-product of a casino', to use a Keynesian term,

¹⁸ *Ibidem*, p. 76, 78-79.

¹⁹ Il libro è intitolato significativamente *Casino Capitalism*, una espressione che Sinn riconosce di aver coniato con riferimento ai contenuti del Capitolo 12 della *Teoria generale* di Keynes.

and has also found more and more imitators in Europe. It is the result of the inability of the international community of states to create a uniform regulatory system for banks and other institutions that would channel the self-interest of the actors in such ways as to unfold as beneficially and productively as may be expected from a market economy.²⁰

2.3. *La violazione delle norme del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea*

Se prima dello scoppio della crisi il corretto funzionamento del mercato dei capitali europeo era stato impedito da una regolamentazione lacunosa, a giudizio di Sinn, dopo l'esplosione del problema del debito pubblico greco nell'ottobre del 2009, e la conseguente impennata dei tassi di interesse nominali sui titoli di stato emessi dai paesi 'periferici' dell'Eurozona, l'efficiente allocazione dei capitali nell'area dell'euro è stata ostacolata da una aperta violazione delle norme del TFUE causata, in primo luogo, dagli interventi della BCE e, successivamente, dall'attuazione di salvataggi 'fiscali' degli stati membri a rischio di insolvenza attraverso l'istituzione di appositi fondi di salvataggio emergenziali e del Meccanismo europeo di stabilità.

²⁰ Sinn (2010a) [2010], pp. xiii-xv della *Prefazione*. Per un approfondimento sui concetti espressi da Sinn si vedano i capitoli 4 e 7 del libro. Il punto di vista di Sinn è pienamente condiviso anche dall'attuale Direttore Generale della Banca d'Italia Salvatore Rossi. Scrivendo nel periodo in cui la Grande recessione stava dispiegando i suoi rovinosi effetti iniziali, Rossi (2009, pp. 47-50) infatti osserva: "Chi ha mancato in questa vicenda, lo Stato o il Mercato? Lo Stato, non c'è dubbio. [...] La crisi globale di questi mesi è nata nel mondo finanziario, politico, culturale americano, ed è figlia di una mancanza dello Stato: lo Stato ha mancato per inazione, non per eccesso di azione; per non aver voluto vedere e contrastare una sequenza di evidenti fallimenti del Mercato. [...] La teoria standard della regolazione come basilare interesse pubblico era basata su due assunzioni: che i mercati lasciati a se stessi 'falliscono', per problemi di monopolio o di esternalità; che i governi sono in generale animati da buone intenzioni e sono capaci di correggere i fallimenti del mercato attraverso la regolazione. A partire dagli anni Sessanta questi assunti hanno preso a essere criticati in misura ampia e crescente, e al loro posto sono stati sostenuti i seguenti tre: 1) i mercati stessi, o al più l'esercizio di potestà regolatorie da parte di privati a ciò incaricati dall'autorità pubblica, possono porre riparo a quasi tutti i fallimenti del mercato, senza bisogno alcuno di intervento pubblico; 2) nei pochissimi casi in cui i mercati non funzionano correttamente, bastano i tribunali civili a risolvere le controversie che ne discendono; 3) se anche dovesse accadere che né mercati né tribunali civili riescono a risolvere il problema, non ci riuscirà certamente l'autorità pubblica, che è di necessità incompetente, corrotta e 'catturata' dagli interessi che dovrebbe dirimere, sicché essa può solo far peggio. Queste critiche vengono normalmente associate alla Scuola di Diritto ed Economia di Chicago e ai nomi di Coase, Stigler, Posner e altri. Questa posizione, se accettata nella sua interezza e portata alle estreme conseguenze, indurrebbe a bandire l'intervento regolatorio pubblico in ogni circostanza. [...] Ma negli ultimi vent'anni, soprattutto nel mondo anglosassone, si è costruita su queste premesse una vera e propria religione [...]. [...] L'apparato di regolazione e supervisione dei mercati e degli intermediari finanziari negli Stati Uniti è stato reso debole e imbecille da scelte politiche precise e consapevoli, figlie degeneri della temperie intellettuale alimentata dalla scuola di Chicago."

2.3.1. *Le indebite ingerenze della Bce*

Sinn inizia la sua analisi sugli interventi di salvataggio orchestrati dalle autorità europee, ricordando che, generalmente, durante una crisi economica un aumento della preferenza per la liquidità drena fondi dai canali che garantiscono l'afflusso dei risparmi agli investitori finali, obbligando le autorità monetarie a intervenire attraverso l'esercizio del loro potere monopolistico di creazione di nuova moneta legale, la cosiddetta base monetaria o 'moneta ad alto potenziale' (*high powered money*):

During an economic crisis, which is accompanied by a loss of confidence between creditors and debtors, more fresh money from the central bank is needed, since potential creditors prefer to hoard their [...] money instead of lending it on to others, out of fear that they won't see it again. [...] Hoarding is a graver problem when saver's money must pass through several financial institutions, like banks and insurance companies, before it reaches the final borrower [...]. When a widespread loss of confidence occurs, many different cash hoards in these intermediary financial institutions are filled at the same time. [...] The interbank market is one such many-staged system. [...] A sudden increase in liquidity preference, however, destabilizes the economy, since the additional liquidity hoarded ceases to be available for credit that final investors could use for purchasing investment goods. The flow of funds from savers to real investors is disturbed, implying a lack of aggregate demand. To avoid this destabilizing effect, the central bank must issue additional money to make up for the leakage in the savings-investment flow that occurs through hoarding.²¹

Nei mesi immediatamente successivi al fallimento di Lehman Brothers, quando i mercati interbancari internazionali hanno cessato di funzionare ordinatamente, la Bce è quindi intervenuta modificando significativamente le condizioni di accesso alle proprie operazioni di rifinanziamento, le operazioni, cioè, attraverso cui inietta nuova liquidità nel sistema bancario dell'Eurozona. Oltre alla drastica diminuzione dei tassi di interesse, la Bce ha anche ridotto gli standard per le garanzie collaterali, eliminato i limiti quantitativi fissati per le aste di rifinanziamento e allungato sensibilmente le scadenze delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine.

Sinn osserva che il monopolio della produzione di base monetaria è di grande importanza non soltanto perché consente alle autorità monetarie di colmare eventuali fughe dal circuito risparmio-investimento dovute al tesoreggiamento di saldi monetari, ma anche perché in una moderna economia di mercato il processo di creazione di moneta si intreccia con quello di creazione del credito. Pertanto, le banche contribuiscono alla creazione dei mezzi di pagamento necessari al funzionamento del circuito del reddito. Infatti, come vedremo in maggior dettaglio

²¹ Sinn (2014a), p. 149.

nelle successive parti di questo lavoro, in una economia monetaria le banche non si limitano a una attività di pura intermediazione del risparmio, ma sono anche in grado di moltiplicare i depositi di base monetaria attraverso i prestiti concessi agli agenti economici. Tuttavia, anche in un sistema a riserva frazionaria la quantità di moneta complessiva (data dall'insieme delle banconote e dei depositi a vista delle banche) resta esogena, perché dipende dalle decisioni della Banca centrale sul volume di base monetaria reso disponibile alle banche commerciali:

Normally, a bank gets the money that it lends out to its customers from depositors or from other lenders, which, in turn, have received the money from their clients. [...] However, a growing economy needs an increasingly large amount of money for general transactions, since a good portion of the money is always circulating and kept temporarily in wallets and accounts. For this reason, given a country's payment habits, additional money has to be created by its central bank every year in proportion to the nominal growth of the economy and, through lending it to the commercial banks, brought into private circulation. [...] In addition to the central bank's creation of base money, commercial banks create money by lending out demand deposits that serve the same purpose as bank notes and are also needed in proportion to the economic activity level of a country. [...] Given the cash withdrawal rate of private agents, and given the minimum reserve needed to ensure liquidity (and possibly to satisfy legal constraints), a commercial bank cannot, however, arbitrarily create book money beyond a certain proportion of the central bank money it holds without risking illiquidity. Thus the stock of book money made by a commercial bank is endogenously determined by its stock of base money and is not a separate explanatory variable [...].²²

Sinn (2014a, p. 153) sottolinea che le autorità monetarie non possono sostituirsi al mercato dei capitali nel giudizio sul grado di solvibilità dei debitori stampando una quantità di moneta maggiore di quella necessaria alla realizzazione delle transazioni interne di un paese. In altre parole, alla scarsità delle risorse reali deve sempre corrispondere una uguale scarsità delle disponibilità monetarie:

Non viviamo nel paese della cuccagna. Tutto è scarso a questo mondo, e le risorse possedute da un individuo non possono essere possedute contemporaneamente anche da un altro individuo. I limiti posti all'uso delle risorse dalla loro scarsità e rivalità devono quindi riflettersi in una uguale scarsità delle disponibilità monetarie. Con la politica dei salvataggi si viola questo postulato e ci si comporta come se il denaro crescesse sugli alberi.²³

Per questo motivo, sebbene nei mesi immediatamente successivi al fallimento di Lehman Brothers le iniezioni di nuova liquidità attraverso le operazioni di

²² *Ibidem*, pp. 148-149.

²³ Sinn (2014b), p. 114.

rifinanziamento straordinarie della Bce fossero giustificate dalla necessità di salvaguardare l'integrità dei sistemi finanziari dei paesi 'periferici' dell'Eurozona dalla minaccia derivante dall'inaridimento delle fonti di finanziamento tradizionali, quando, nella seconda metà del 2009, l'economia mondiale ha cominciato a riprendersi la Bce avrebbe dovuto frenare la creazione di nuova base monetaria. Tuttavia, in mancanza di una norma che imponga alle autorità monetarie dei singoli paesi membri dell'Unione monetaria di produrre una quantità di base monetaria proporzionale alla dimensione delle rispettive economie,²⁴ dopo il passaggio della fase più acuta della crisi, il Consiglio direttivo della Bce ha permesso che le banche centrali dei paesi 'periferici' creassero nuova moneta legale in misura tale da sopperire non solo all'insufficienza dei risparmi domestici, ma anche alla sopravvenuta mancanza di prestiti dall'estero.²⁵ Pertanto, gli interventi della Bce non erano più diretti a risolvere soltanto una crisi di liquidità, ma una vera e propria crisi di insolvenza dei paesi 'periferici' dell'Unione monetaria determinata da una fuga di capitali segnalata dall'aumento dei differenziali di tasso (*spread*) applicati ai titoli di stato emessi dai governi dei paesi dell'Eurozona.

Infatti, grazie all'accesso delle banche dei paesi 'periferici' alle operazioni di rifinanziamento delle rispettive banche centrali nazionali, i debitori di questi paesi hanno potuto saldare i loro debiti esteri in scadenza e a rischio di mancato rinnovo. I creditori stranieri hanno quindi potuto riportare in patria non solo i capitali concessi in prestito alle banche dei paesi debitori, ma anche quelli prestati ai governi, perché le banche dei paesi 'periferici' si sono indebitate a bassi tassi con le rispettive banche centrali nazionali, reinvestendo la maggior parte dei fondi così ottenuti

²⁴ "Neither the ECB statutes nor the European treaties contemplate an apportionment of central bank money dependent on the size of the member countries' economies. On the contrary, it is widely accepted that it does not matter where the Eurosystem's refinancing credit is issued." (Sinn (2014a), p. 152

²⁵ *Ibidem*, p. 153. Contrariamente a quanto afferma Paul De Grauwe (2013, p. 9), secondo Sinn (2014a, pp. 33-37, 79, 169), con l'introduzione dell'euro i paesi membri dell'Unione monetaria non hanno affatto perso il controllo della valuta nella quale è denominato il loro debito. A giudizio di De Grauwe, analogamente ai paesi emergenti che si indebitano nella moneta di un altro paese cui sono legati da un regime di cambi fissi, i paesi debitori dell'Eurozona non sono in grado di rinnovare i loro debiti a scadenza, se non a condizioni sempre più penalizzanti, qualora i loro debitori giudichino il livello di indebitamento tendenzialmente insostenibile. In altri termini, un paese debitore dell'Eurozona è in balia delle valutazioni di convenienza effettuate dai mercati. Sinn, invece, ritiene che, in ragione della mancanza di regole che limitano le possibilità di creazione di base monetaria delle banche centrali nazionali e delle norme che regolano i processi decisionali in seno al Consiglio direttivo della Bce, i paesi 'periferici' dell'Eurozona siano in grado di cambiare le decisioni relative alla creazione di base monetaria a loro discrezione, in barba alle obiezioni dei rappresentanti delle banche centrali nazionali dei paesi 'virtuosi', *Bundesbank* in testa. Prima dello scoppio della crisi, l'idea che la Bce sarebbe comunque potuta intervenire come prestatore di ultima istanza in caso di difficoltà delle banche e dei governi debitori ha amplificato la distorsione dei meccanismi di allocazione dei capitali nell'area dell'euro causata dalle lacune della regolamentazione bancaria. Dopo lo scoppio della crisi, invece, gli interventi della Bce hanno consentito ai paesi debitori di sottrarsi alla salutare disciplina dei mercati dei capitali.

nell'acquisto dei titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche dei loro paesi. In definitiva, Sinn accusa la Bce di avere orchestrato un 'salvataggio silenzioso' (*stealth bailout*) dei debitori e dei creditori dei paesi 'periferici' dell'Eurozona:

There is broad agreement that the ECB carried out the right policies in the immediate aftermath of the Lehman crisis, when the breakdown of the interbank market called for swift action. However, the long duration and successive extension of the ECB policies, even after the world economy started to recover strongly in the second half of 2009 [...] gave cause for growing concern. It was feared that the ECB was bailing out banks and their creditors, interfering in the process well beyond the realm of monetary policy. [...] Private capital in net terms was relocated by foreign investors to other countries [...]. Foreign investors were no longer willing to finance the current account deficits and, in addition, they also wanted their money back when loans matured, rather than rolling over the debt. [...] In theory, the ECB was carrying out monetary policy, helping out with liquidity where needed. In practice, [...] [the] ECB's refinancing policy then ceased to be a policy aimed at battling the crisis in general, metamorphosing instead into a creative measure to benefit the GIPSIC countries by providing credit from the printing press at below-market conditions. The credit flowed via the commercial banks to private companies and to local governments [...]. The beneficiaries [...] were the crisis-stricken countries themselves, as well as those creditors who otherwise might not have got their money back, not least the powerful German and French banks and insurance companies. [...] The self-service at the printing press [...] was a stealth rescue facility provided by the Eurosystem of which the public knew little [...].²⁶

A giudizio di Sinn, la possibilità offerta ai paesi 'periferici' dell'Eurozona di rinnovare la quota di debito pubblico in scadenza senza dover ricorrere ai risparmi nazionali o a quelli provenienti dall'estero configura una infrazione dell'art. 123 del TFUE, quello relativo al divieto di finanziamento monetario dei bilanci pubblici.²⁷

Sebbene il testo dell'articolo 123 lasci aperta la porta ad acquisti *indiretti* di titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dei paesi membri dell'Unione monetaria, Sinn ritiene che questa circostanza non ne autorizzi l'acquisto nemmeno sul mercato secondario. Se così non fosse, le disposizioni del TFUE sarebbero facilmente eludibili riacquistando i titoli pubblici precedentemente acquistati sul mercato primario da una banca commerciale, magari compartecipata dal governo

²⁶ *Ibidem*, pp. 151, 165-166, 201, 217, 274.

²⁷ L'articolo 123 del TFUE stabilisce che: "Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (in appresso denominate 'banche centrali nazionali'), a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali."

emittente. Secondo Sinn non ha alcun senso elencare scrupolosamente la casistica in cui vale il divieto di finanziamento monetario delle amministrazioni pubbliche nel testo dell'art. 123, se poi si consente di non tenerne conto a causa della mancata specificazione del divieto di acquisti indiretti. Pertanto, sia l'acquisto di titoli pubblici sul mercato secondario nell'ambito del programma SMP (*Securities Markets Programme*) lanciato dalla Bce nel maggio del 2010 che la successiva istituzione delle cosiddette operazioni monetarie definitive (*OMT - Outright Monetary Transactions*), destinate a sostituire dal mese di settembre del 2012 il programma SMP, sono da considerarsi illegittimi.²⁸

Sinn sottolinea che l'accesso facilitato al credito delle banche centrali dell'Eurozona ha permesso ai paesi 'periferici' non soltanto di salvarsi dalla fuga dei capitali stranieri, ma anche di continuare a 'vivere sopra i loro mezzi' finanziando i saldi passivi delle partite correnti attraverso moneta di nuova creazione:

[...] when the Eurosystem eased access to central bank credit during the crisis [...] the money-printing press was actively used by a number of countries [...] to continue financing their current account deficits, despite the bursting of the credit bubble and the refusal of private investors to provide funding, simply by printing the money that they could not, or at unfavourable conditions, borrow in the market.²⁹

Sinn (2014a, p. 181 e ss.) mostra come, durante la crisi, i crediti ottenuti attraverso le operazioni di rifinanziamento della Bce abbiano trovato fedele rappresentazione nei saldi del sistema Target2, il sistema per le transazioni internazionali in euro tra le banche dei paesi membri dell'Eurozona.³⁰ Il sistema Target2 registra gli ordini di pagamento tra le banche centrali nazionali appartenenti al *Sistema europeo di banche centrali (SEBC)* risultanti dagli ordini di pagamento impartiti dagli attori economici residenti nell'Eurozona alle loro banche commerciali. Se una banca centrale nazionale ha un saldo Target2 negativo, ciò significa che essa ha veicolato un flusso netto di pagamenti verso l'estero e, quindi, che il paese ha un deficit di bilancia dei pagamenti. Viceversa, un saldo Target2 attivo segnala un afflusso netto di pagamenti dall'estero cui corrisponde un surplus di bilancia dei pagamenti.

²⁸ Sinn (2014a), pp. 261-265, 280-293. Le OMT consistono nell'acquisto sul mercato secondario di titoli di stato a breve termine emessi da paesi membri dell'Eurozona che versino in 'difficoltà macroeconomica grave e conclamata'. La situazione di difficoltà economica grave e conclamata è identificata dal fatto che il paese abbia avviato un programma di aiuto finanziario o un programma precauzionale con l'ESM o l'EFSSF. Per una dettagliata analisi delle misure di politica monetaria adottate dalla Bce sin dallo scoppio della crisi dei mutui *subprime* si veda Cour-Thimann e Winkler (2012).

²⁹ Sinn (2014a), p. 152.

³⁰ L'acronimo Target sta per *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System*.

Sinn ricorda che l'equilibrio della bilancia dei pagamenti non coincide con l'equilibrio delle partite correnti. Infatti, un paese può avere un saldo negativo delle partite correnti, ma una bilancia dei pagamenti in equilibrio grazie ai prestiti ottenuti all'estero. Viceversa, un saldo attivo delle partite correnti può essere controbilanciato dai crediti concessi all'estero. Prima dello scoppio della crisi, i saldi all'interno del sistema Target2 erano sostanzialmente nulli, a significare che gli squilibri delle partite correnti nell'Eurozona venivano sistematicamente eliminati attraverso flussi di pagamento di segno contrario rappresentativi dei debiti o crediti finanziari maturati dai singoli paesi aderenti all'Unione monetaria. Tuttavia, dopo l'autunno del 2008 i saldi attivi e passivi del sistema Target2 indicano un progressivo accumulo di debiti e crediti pubblici tra banche centrali nazionali, perché i deficit di parte corrente dei paesi 'periferici' hanno iniziato a non essere più finanziati attraverso il mercato dei capitali. Il seguente esempio fornito da Sinn può aiutare a chiarire questa questione alquanto complessa:

The target balances are interest-bearing public loans that are being used to finance current-account deficits. [...] Consider an example. The Central Bank of Ireland, like every bank in the world, has to have matching assets and liabilities. [...] Its loans to the Irish banking sector are its main assets along with its gold and foreign currency reserves. Its liabilities consist of the euros it issues, namely the euro reserves held by Irish commercial banks and euro currency issued in Ireland. [...] let's take an Irish farmer who asks his bank for a loan to buy a tractor in Germany. Unable to borrow from other European banks, or only at high premiums, his bank turns to the Irish Central Bank, which 'prints' and lends out fresh euros for the purpose. This raises the Irish Central Bank's assets and liabilities. The farmer then transfers these euros through the central bank system to the German producer. This means that the Irish central bank's money base (its liabilities) shrink back [...] but the Bundesbank's money base (liabilities), in the first instance, increase by this same amount. [...] Target balances 'clear' these discrepancies. [...] the new money coming into the German economy as a result of the payment of the tractor is likely to crowd out normal German money creation by way of the Bundesbank's lending to German banks. The crowding out will not necessarily occur, but it is the normal case to be expected as, given Germany's GDP and given Germany's payment habits, the commercial banks only need a certain amount of euros for circulation in Germany. [...]. [But] in compensation for 'printing' the money needed for the transaction without acquiring a claim against its commercial banks, the Bundesbank is given an interest-bearing target claim against the ECB, and the ECB acquires a similar interest-bearing claim against the Irish Central Bank. And of course, the CBI holds a claim against the Irish commercial bank, which in turn holds a claim against the Irish farmer. Thus, ultimately, the credit to the Irish farmer comes from the Bundesbank at the expense of a similar credit provided to the German economy. [...] the tractor is delivered to the Irish farmer through a loan from the Bundesbank at the expense of loans to the German economy. This is a forced capital export from Germany to Ireland. If the Irish farmer had

borrowed the money privately in Germany, no Target balances would have arisen, as the euros from the private German load would have flowed into the Irish Central Bank to offset the outflows linked to the tractor's purchase. They would be zero, as was practically the case from 1999 through 2006, before the financial crisis erupted. But they are not zero today.³¹

Sinn quindi conclude che il finanziamento monetario dei deficit di parte corrente dei paesi 'periferici' dell'Eurozona ha avuto un forte impatto negativo sulla posizione patrimoniale netta dei paesi 'centrali' dell'Unione monetaria, e della Germania in particolare. Infatti, i crediti Target2 vantati dalla *Bundesbank* nei confronti della Bce rappresentano una quota largamente maggioritaria della ricchezza accumulata dalla Germania dopo il 2009 come contropartita per il saldo attivo della sua bilancia commerciale. Tuttavia, tali crediti fruttano un interesse nominale minimo, pari al tasso di interesse praticato dalle banche centrali nazionali dell'Eurozona sulle operazioni di rifinanziamento principale, e un tasso di interesse reale negativo.³²

2.3.2 *I salvataggi 'fiscali' dei paesi 'periferici' dell'Eurozona*

Durante la crisi, la Bce ha sempre fermamente negato di aver travalicato i confini del proprio mandato, sostenendo che tutti i cambiamenti apportati alle proprie regole operative sono stati dettati dalla necessità di garantire un corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria in presenza delle sfide poste al processo di integrazione del sistema finanziario europeo.³³

³¹ Sinn (2011), pp. 1-2. Per un approfondimento sulle problematiche sollevate dai saldi del sistema Target2, si vedano Sinn (2014a), capitoli 6 e 7, Sinn (a cura di) (2012), Sinn e Wollmershäuser (2011), Bindseil e König (2011), Cesaratto (2013, 2015, 2016a, 2017b), Cour-Thimann (2013), Febrero e Uxò (2013) e Lavoie (2015).

³² "In the first five years of the crisis (2008-2012), the increase in German Target claims amounted to € 585 billion, while the cumulative German current account surplus was € 800 billion. Thus, 73% of Germany's cumulative current account surplus in the first five years of the crisis was not paid for with money foreigners had collected by selling marketable assets to, or borrowing from, Germany, but with money borrowed from the printing press elsewhere in the Eurozone. In exchange, all the Bundesbank received was a compensating Target claim [...] [which] currently bear[s] an interest rate of 0,25% in nominal terms and about -1% in real terms. [...] Only 27% of Germany's current account surplus during this period was used to accumulate private claims against foreign countries and institutions." (Sinn 2014a), pp. 232-233, 241-242)

³³ "The operational framework is the set of instruments, regulations and procedures used by the Eurosystem to implement the monetary policy decisions of the Governing Council of the ECB. The framework is organised and structured (and adjusted as necessary) so as to ensure that implementation is efficient, effective and consistent with the singleness of the Eurosystem's monetary policy. This includes a smooth and balanced transmission of the monetary policy impulses to all financial market segments in all countries of the euro area. [...] The financial crisis has given rise to significant challenges to financial integration [...]. The non-standard measures adopted by the Eurosystem, ranging from the fixed-rate full allotment tender procedure to outright

Secondo Sinn, invece, dopo il 2010 le misure di politica monetaria della Bce mascheravano veri e propri interventi di politica fiscale regionale,³⁴ e l'acquisto di titoli di stato dei paesi 'periferici' nell'ambito del programma SMP implicava delle potenziali perdite per le singole banche centrali nazionali, e quindi per i governi dell'Unione monetaria.³⁵ Inoltre, in caso di dissoluzione dell'Eurozona, i paesi 'centrali' avrebbero perso ogni diritto sui crediti accumulati nel sistema Target2.³⁶ Per conseguenza logica, a un certo punto, i parlamenti nazionali e i governi dei paesi dell'Eurozona hanno preferito decidere autonomamente come impegnare i soldi dei contribuenti, optando per l'attuazione di programmi di salvataggio intergovernativi con l'assistenza del Fmi, per l'istituzione di fondi comuni emergenziali e, da ultimo, per l'istituzione del Meccanismo europeo di stabilità (Capitolo 1, paragrafo 6.):

The power wielded by the ECB is particularly problematic, since this institution is able to pre-determine future democratic decisions by limiting the scope of fiscal policy options to parliaments. [...] the ECB allowed the GIPSIC countries to solve their financial needs with the printing press, turning the northern euro countries into Target creditors to the tune of € 1,002 billion in the summer of 2012, and [...] purchased over € 200 billion worth of government bonds through the SMP [...]. The general opinion was: yes, we accept the actions the ECB has taken, because no one else could have undertaken similar rescue operations fast enough to calm the markets, but now we have to shift gear. If someone must provide credit to other countries, it must be us! To this end we need an institution that is democratically controlled, rather than having the ECB Governing Council making such decisions. This indeed was the compelling political logic that led to the intergovernmental rescue operations for Greece, the establishment of the European Financial Stability Facility (EFSF), the European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM), IMF support, and, last but not least, the European Stability Mechanism (ESM), a permanent rescue fund. But there

securities purchases, and more recently to a temporary enlargement of the collateral pool, have mitigated some of the undesired effects of the crisis.” (Bce (2012b), p. 63). Su questo argomento si vedano anche González-Páramo (2011) e Cour-Thimann e Winkler (2012).

³⁴ “When the ECB advocates its policies in terms of easing monetary policy transmission it understandably tries to demonstrate that it remains within the tight legal mandate that it has been given. In fact, however, it is carrying out a regional fiscal policy that effectively subsidizes capital flows from northern to southern Europe by offering free-of-charge insurance for these flows.” (Sinn (2014a), p. 314)

³⁵ “[...] according to the statutes of the Eurosystem, governments are not obliged to recapitalize their NCB. The statutes just say that losses are deducted from retained earnings and current interest revenue, but they do not include an obligation for national governments to endow their NCBs with new equity if needed. It would be nice if such a miracle were possible in a world of scarce resources, but of course it isn't. [...] Write-off on assets always mean that the owner of these assets loses interest and principal repayments, whose present value is equal to the value of the assets. Thus the losses erode the normal equity and the seignorage wealth of the NCB resulting from credit provision to commercial banks, and as such they have to be borne entirely by the treasuries of the euro states that are entitled to receive the annual seignorage profit.” (*Ibidem*, p. 265)

³⁶ *Ibidem*, pp. 277-279.

were other motives as well. The ECB also wanted to be relieved of the burden of rescuing states, and naturally the stricken countries and their creditors wanted to be bailed out. The latter actually saw the fiscal bailout activities as add-ons to, rather than substitutes for, the SMP. And even without the SMP, the parliaments of the northern euro countries would have had to agree to the fiscal rescue activities in order to prevent a breakup of the Eurozone that would have cost them their Target claims [...].³⁷

Insomma, dal punto di vista di Sinn la violazione dell'art. 123 del TFUE da parte della Bce avrebbe successivamente imposto ai parlamenti dell'Unione europea una modifica di fatto dell'art. 125 del TFUE, la cui compatibilità con il Trattato di Maastricht è fortemente dubbia, tanto che si discute se non ne fosse necessaria una revisione. Sinn ricorda che, all'epoca dei negoziati che hanno condotto alla firma del Trattato di Maastricht, le disposizioni degli articoli 123 e 125 del TFUE riassumevano le condizioni poste dalla Germania per abbandonare il marco tedesco e per evitare che l'Unione monetaria si trasformasse in un sistema caratterizzato dalla mutua assicurazione e dalla condivisione dei debiti tra i paesi aderenti o, peggio ancora, in una vera e propria 'unione dei trasferimenti' (*Transferunion*):

The two special rules that distinguish the Eurosystem from other monetary systems, and which were Germany's conditions for giving up the deutschmark, are laid down in articles 123 and 125 of the TFUE. The former excludes monetary state financing, the latter spells out the no-bailout clause [...]. The no-bailout clause makes it clear that the euro has not been designed as a mutual insurance or debt mutualization system. On the contrary, such support has been explicitly ruled out. [...] In the meantime, article 125 of the TFUE has effectively been modified by political decisions of the EU parliaments when they set up the various fiscal rescue schemes [...]. Lawyers are still debating intensely whether these decisions were compatible with the Maastricht Treaty or whether a revision of that Treaty would have been necessary. [...] the prior decisions of the ECB Governing Council to impose the bankruptcies on the taxpayers of the Eurozone prejudiced the subsequent choices of parliaments and forced through a later repackaging of risks [...]. Eventually it may even turn the Eurozone into a transfer union, forcing one group of countries to transfer resources to another [...].³⁸

3. La critica all'approccio pragmatico della Cancelleria tedesca e delle autorità europee

Secondo Sinn, il tratto distintivo di una economia capitalista rispetto a una economia socialista consiste nella capacità di allocare le risorse disponibili attraverso i meccanismi di mercato e non attraverso un processo burocratico eterodiretto dalla

³⁷ *Ibidem*, pp. 259-260, 316.

³⁸ *Ibidem*, pp. 20, 167, 287.

politica. Pertanto, la distorsione del funzionamento del mercato dei capitali europeo rappresenta una seria minaccia per il processo di crescita del vecchio continente:

The steering of capital flows is not generally appropriate for a capitalist economy, because its allocative superiority over socialist systems results primarily from the fact that the allocation of the factors of production is determined by market forces rather than politics. Behind each unit of capital invested in the real economy, generating output and enhancing wage productivity, stands a wealth owner and financial investor who carefully tries to optimize his or her asset portfolio so as to keep risks small and earn a high rate of return. The caution and sleepless nights of this investor are the driving force of capitalism and a major reason for its allocative efficiency relative to other systems tried in history. [...] The path that Europe has taken with the ESM and, in particular, the extensive ECB interventions, leads away from a market economy towards a system in which central planning authorities allocate funds across regions, using dubious ideological arguments when explaining their policies to the public. By doing so, these institutions behave like the typical bureaucratic organization [...] caught in rent-seeking activities. [...] In the absence of a valid economic justification, this can be expected to distort the optimal allocation of resources and hamper growth in Europe, thus maintaining the Eurozone's laggard position relative to the rest of the world.³⁹

A giudizio di Sinn, la distorsione del processo di allocazione dei capitali non mette a rischio soltanto l'efficienza e il dinamismo dell'economia europea, ma dà anche luogo alla nascita di centri di potere che minano il processo democratico in Europa. Sinn è particolarmente severo con la Bce, accusando il suo Consiglio direttivo, dominato dai voti dei rappresentanti dei paesi debitori, di aver modificato i limiti del suo mandato senza alcuna legittimazione democratica:

In Europe it is no longer the portfolio decisions of wealth owners but political forces that determine the spatial allocation of investment capital. This not only has grave negative implications for the dynamism and efficiency of the continent, but it is also creating political power centres that may undermine democracy. It is true that the ECB came into existence through democratic decisions. However, [...] [t]o satisfy the rules of democracy, it is not sufficient for an institution to have once been established by a democratic decision. [...] If someone finds the present rule of law in the Eurosystem inappropriate, s/he should demand that it be changed by rewriting the Maastricht Treaty. It is not possible to have it changed by *force majeure* by technocratic institutions that take the liberty of self-defining the scope of their mandate. The ECB is independent within the set of rules granted to it by democratic institutions, but not in the sense that it can itself change these rules or redefine their limits. The ECB Governing Council was intentionally designed upon the basis of the one-country-one-vote principle regardless of country size because the scope of its mandate was limited to a narrowly defined monetary policy and the pursuit of

³⁹ Sinn (2014a), pp. 311, 314-315.

price stability. It was not meant to carry out policies with serious fiscal implications. If the Governing Council nevertheless makes such policy decisions, it subjects itself to what lawyers call the *ultra vires* offense, the offense of overstepping its mandate and missing its power.⁴⁰

La visione di Sinn riflette una posizione rigidamente ortodossa che, in Germania, è condivisa dalla *Bundesbank* e dal Ministero delle finanze. Sinn contrappone alla sua posizione quella più pragmatica, e per questo giudicata troppo accomodante, della Bce, della Commissione europea e della Cancelleria tedesca, accusando quest'ultima di eccessiva morbidezza nei negoziati che hanno condotto alla istituzione dei fondi di salvataggio europei.⁴¹ I difensori dell'approccio pragmatico non offrono una lettura eterodossa delle cause della crisi e dei rimedi per affrontarla, ma considerano

⁴⁰ *Ibidem*, pp. 286-287, 315-316. A causa del contrasto sui programmi di acquisto di titoli di stato dei paesi membri dell'Unione monetaria predisposti dalla Bce, nel corso del 2011 si sono dimessi, alla fine di aprile, il Presidente della *Bundesbank* Axel Weber e, all'inizio di settembre, il capo economista tedesco della Bce Jürgen Stark. Inoltre, in Germania i dissensi sulle misure di intervento per salvaguardare la stabilità dell'euro hanno trovato conforto anche nella presa di posizione della Corte costituzionale tedesca del 7 febbraio del 2014, con la quale la Corte dava ragione alla tesi dei ricorrenti, secondo cui il programma OMT della Bce contrastava con il diritto primario europeo perché, di fatto, rappresentava un finanziamento monetario dei debiti di stato dei paesi membri dell'Unione monetaria. Prima di emettere sentenza definitiva, la Corte costituzionale tedesca ha però trasmesso gli atti alla Corte di giustizia europea affinché questa esprimesse un suo parere in merito. Con sentenza del 21 giugno 2016 la Corte costituzionale tedesca ha dato il via libera al programma OMT, accogliendo le condizioni poste ai fini della sua attuazione dalla Corte di giustizia europea. (Su queste vicende si veda Sinn (2014a), pp. 262, 273, 290-293 e Sinn (2014b), pp. 64-65, 82-94). A proposito del ruolo svolto dalla Bce durante la crisi nell'Eurozona si consideri nuovamente il punto di vista espresso da Enzensberger (2011 [2013], Capitolo quarto): "E che dire di Francoforte sul Meno? Anche lì si può vantare un organo dell'Unione. A differenza della maggioranza delle altre istituzioni, la Banca centrale europea gode di una autonomia formale che molti le invidiano; secondo l'articolo 130 del Trattato di Lisbona essa infatti non è formalmente vincolata a nessuna direttiva di origine politica. A questo può richiamarsi la sua direzione composta da un presidente, un vicepresidente e altri quattro membri, così come il suo Consiglio, al quale appartengono anche tutti i diciassette presidenti delle Banche centrali dell'Eurozona; viene consultato persino il Consiglio allargato, che raccoglie ventisette presidenti. In questi organi, naturalmente, ci si riunisce nella forma opportuna, ossia a porte chiuse. Negli ultimi tempi, tuttavia, da quando la Bce ha fatto incetta di grandi quantità di prestiti di stati a rischio, provenienti da stati membri in crisi finanziaria, dalle consultazioni arriva l'eco di un distinto borbottio. Evidentemente la pressione della politica si fa sentire anche là dove non dovrebbe esistere affatto." Le citazioni di Enzensberger sono tratte da un lavoro di più ampio respiro sulla burocratizzazione e sul deficit di democraticità nell'Unione europea, ma esse danno comunque conto di un clima culturale generalizzato, che, in Germania, attribuisce le cause della crisi alla violazione delle regole scritte (e anche di quelle non scritte) contenute originariamente nel Trattato di Maastricht.

⁴¹ Per sottolineare le tensioni che hanno accompagnato le fasi della crisi nell'Eurozona in Germania, Sinn ricorda che, alla fine del mese di maggio del 2010, le vicende che hanno condotto alla istituzione dell'EFSF hanno probabilmente determinato le dimissioni del presidente della Repubblica federale Horst Köhler, portando il paese sull'orlo di una vera e propria crisi di Stato. A suo tempo, Köhler, che è stato anche Presidente del Fmi, aveva negoziato in veste di Segretario di Stato del Ministero delle finanze tedesco le condizioni del Trattato di Maastricht. (Sulle cause delle dimissioni di Köhler si veda Sinn (2014a), p. 273 e Sinn (2014b), p. 67).

le politiche messe in atto dalla Bce e l'istituzione dei fondi di salvataggio il prezzo da pagare per guadagnare il tempo necessario perché i paesi 'periferici' dell'Eurozona possano riguadagnare la loro competitività e la fiducia dei mercati dei capitali:

Io vedo due gruppi. Il primo gruppo dice: il fine giustifica i mezzi, e il fine consiste nella stabilizzazione dei mercati finanziari. A questo gruppo appartengono la Bce, i paesi del sud appartenenti all'area dell'euro e l'Irlanda, e anche una minoranza di economisti tedeschi. Il secondo gruppo invece dice: abbiamo firmato un contratto, e vi sono buoni motivi per rispettarne i principi fondamentali. Per questo gruppo la stabilizzazione dei mercati finanziari non rappresenta l'obiettivo principale. [...] I banchieri, i politici e un certo numero di economisti [che condividono la prima posizione] sono contenti di come funziona l'Eurosistema. Essi affermano che i paesi in crisi devono realizzare delle riforme per riguadagnare la loro competitività e la fiducia dei mercati, e che, sino a quando ciò non accade, deve essere fornita ampia liquidità. [...] I politici hanno sostenuto, non senza ragione, che i loro interventi rappresentavano un male necessario per dare abbastanza tempo ai paesi in crisi perché potessero effettuare gli aggiustamenti richiesti.⁴²

Il punto di vista pragmatico della Bce trova espressione in un importante lavoro di Philippine Cour-Thimann, in cui l'autrice ammette che la politica monetaria della Bce ha prodotto come effetto indiretto quello di finanziare i deficit di parte corrente dei paesi 'periferici' dell'Eurozona. Sergio Cesaratto (2016a, p. 340) sottolinea che, in sostanza, l'ammissione della Cour-Thimann accoglie la tesi di Sinn sul salvataggio silenzioso dei debitori e creditori dei paesi in crisi. Tuttavia, la Cour-Thimann afferma che le operazioni di rifinanziamento della Bce rientrano nella normale attività di fornitura di liquidità alle banche operanti nell'Eurozona e, quindi, nel quadro del mandato sul mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Inoltre, secondo la Cour-Thimann, l'azione di stabilizzazione dei mercati condotta dalla Bce poteva favorire l'aggiustamento degli squilibri di parte corrente nell'Eurozona soltanto cercando di offrire il tempo necessario perché i politici prendessero le opportune decisioni in merito:

Eurosystem liquidity support as reflected in the associated Target balances [...] has helped to smooth the balance of payments adjustments in EMU. Target balances are not a separate mechanism. The Eurosystem liquidity support was given to the normal counterparties in central bank operations, namely banks, to support their liquidity position. In no way was there any aim to provide funds to finance current account imbalances – these are all indirect effects of a monetary policy aimed at maintaining price stability in the euro area. [...] Without the Eurosystem accommodating the liquidity needs of solvent banks in countries under strain – and in absence of the possibility for exchange realignments within a monetary union – disorderly adjustments may have

⁴² Sinn (2014b), p. 115 e Sinn (2014a), pp. 251, 253.

arisen, with adverse implications for the economies, as well as for price stability in the euro area as a whole. [...] At the same time, while the resulting stabilisation *via* Target balances offset the sudden lack of private financial flows, the Eurosystem intermediation did not foster a rebalancing in the balance of payments alone. This stabilising action gave time for policymakers to address the underlying causes of the imbalances – the question is whether this time is being used effectively.⁴³

Come è noto, in realtà la Bce non si è limitata a fornire la liquidità necessaria a garantire la sopravvivenza della moneta unica, ma ha partecipato intensamente ai negoziati per l'attivazione dei piani di sostegno finanziario ai paesi debitori dell'Eurozona. Inoltre, essa ha subordinato l'attuazione dei suoi interventi calmieranti sul mercato secondario dei titoli di stato (con particolare riferimento alle obbligazioni pubbliche italiane e spagnole) alla realizzazione di drastiche misure di risanamento dei conti pubblici e di politiche di riforma strutturale, in particolare del mercato del lavoro, sposando, quindi, la posizione di Sinn (e anche quella di Schäuble) sulle cause profonde della crisi nell'Eurozona.

Una chiara specificazione delle misure poste a condizione dei piani di salvataggio e degli interventi della Bce emerge da una lettera indirizzata al governo italiano ai primi di agosto del 2011, una lettera che porta la firma di Jean-Claude Trichet, all'epoca presidente uscente della Bce, e di Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia e suo successore designato. Draghi e Trichet sottolineano che “il Consiglio direttivo della Bce ritiene che sia necessaria un'azione pressante da parte delle autorità italiane per ristabilire la fiducia degli investitori [...] [e] che l'Italia debba con urgenza rafforzare la reputazione della sua firma sovrana e il suo impegno alla sostenibilità di bilancio e alle riforme strutturali.” A tal fine, Draghi e Trichet chiedono “una accurata revisione delle norme che regolano l'assunzione e il licenziamento dei dipendenti, stabilendo un sistema di assicurazione della disoccupazione e un insieme di politiche attive per il mercato del lavoro che siano in grado di facilitare la riallocazione delle risorse verso le aziende e verso i settori più competitivi.” Draghi e Trichet indicano anche la necessità di intraprendere nuove “misure di correzione del bilancio [...] principalmente attraverso tagli di spesa [intervenendo] ulteriormente nel sistema pensionistico [...]. Inoltre, il Governo dovrebbe valutare una riduzione significativa dei costi del pubblico impiego, rafforzando le regole per il turnover e, se necessario, riducendo gli stipendi.” Infine, data “la gravità dell'attuale situazione sui mercati finanziari,” Draghi e Trichet considerano cruciale che “tutte le azioni elencate [...] siano prese il prima possibile per decreto legge, seguito da ratifica parlamentare entro la fine di settembre 2011.

⁴³ Cour-Thimann (2013), pp. 23-24.

Sarebbe appropriata anche una riforma costituzionale che renda più stringenti le regole di bilancio”.⁴⁴

Brunnermeier, James e Landau spiegano come la lettera di Draghi e Trichet sia frutto di un dilemma cui la Bce ha dovuto far fronte durante la crisi. Infatti, in mancanza di un suo intervento, i governi dei paesi debitori avrebbero avuto maggiori incentivi a realizzare le riforme necessarie al salvataggio delle loro economie. Intervenendo sui mercati, invece, la Bce crea un problema di azzardo morale, perché incoraggia i governi dei paesi ‘periferici’ a ritardare i necessari aggiustamenti. Alla fine, le pressioni per la realizzazione delle riforme strutturali e i tagli alla spesa pubblica sono il frutto di un compromesso che consente alla Bce di fornire nuova liquidità ai paesi ‘periferici’ dell’Eurozona, ma impegnandoli, al contempo, a comportarsi in modo conforme alle previsioni del Trattato sul funzionamento dell’Unione e alle nuove disposizioni in materia di disciplina di bilancio contenute nel *six pack* e nel *Fiscal compact*. In questo modo la Bce finisce però per attribuirsi competenze che sono di pertinenza delle autorità fiscali:

[...] beyond breaking the treaties, purchasing government debt exposes the ECB to default risk should a government not fully pay back its debt. The risk would be even larger if the sovereigns did not conduct politically unpopular but necessary structural reforms. ECB intervention that lowers interest rates has indeed two effects: First, the lower interest cost increases the sustainability of debt. Second, the removal of the pressure for governments to implement reforms reduces the debt sustainability – a classic moral hazard issue. [...] In essence, the ECB and the governments were playing a classic game of chicken [...]: if the ECB did not intervene in buying government debts, the governments would have more incentives to enact structural reforms to save the country, but if the ECB intervened and the governments did nothing [...], the default risk would not decline despite the ECB’s intervention. [...] So how could the ECB provide liquidity support and yet ensure that governments do their part to reduce default risk? The route it took has been labeled ‘conditionality’. In essence, conditionality involved the provision of liquidity conditional on reform measures being undertaken, and the ECB became a quasi-fiscal player in the European crisis.⁴⁵

⁴⁴ Per la versione integrale del testo della lettera di Draghi e Trichet al governo italiano si veda Canfora (2012), pp. 59-62. Nell’agosto del 2011, una lettera di contenuti analoghi, in questo caso co-firmata da Trichet e dal Governatore della Banca centrale spagnola Miguel Ángel Fernández Ordóñez, è stata recapitata anche al governo spagnolo. Per maggiori dettagli sulla lettera della Bce al governo spagnolo si veda Stiglitz (2016), p. 155.

⁴⁵ Brunnermeier, James e Landau (2016), pp. 333-334.

Per ragioni diametralmente opposte a quelle esposte in Germania, anche nei paesi ‘periferici’ dell’Eurozona la condotta della Bce è stata quindi giudicata priva della necessaria legittimazione democratica.⁴⁶

Ciononostante, Sinn ritiene che i piani di austerità e le riforme strutturali prescritti come condizione per l’accesso ai prestiti della Bce e ai programmi di salvataggio ‘fiscali’ rappresentino soltanto un surrogato del tutto insufficiente a ripristinare gli equilibri distorti negli anni precedenti lo scoppio della crisi. Inoltre, a giudizio di Sinn, le condizioni poste dalla Bce non eliminano affatto i problemi di azzardo morale posti dal suo interventismo a favore dei paesi ‘periferici’ dell’Unione monetaria. Una volta offerto il proprio sostegno, è inutile che la Bce richiami il rispetto dei nuovi limiti all’indebitamento previsti dal *Fiscal compact*, perché, a quel punto, è inevitabile che tali limiti vengano violati:

Il programma OMT della Bce configura già una sorta di Eurobond, perché implica una copertura assicurativa gratuita a spese dei contribuenti. [...] È certo che i paesi che godono del dono di bassi tassi di interesse per effetto della protezione derivante dalla condivisione di responsabilità si indebiteranno sempre di più. I limiti all’indebitamento pubblico pattuiti di recente non potranno nulla contro questa evenienza, come dimostra il fatto che sono già stati violati da molti paesi nel 2013, ad appena un anno dalla loro approvazione. I limiti all’indebitamento pubblico sono stati offerti alla Germania dai paesi debitori perché essa accettasse l’estensione della condivisione di responsabilità. Tuttavia, non appena la Germania ha ratificato il trattato istitutivo dell’ESM, il Patto di bilancio [*Fiscal compact*] si è trasformato in cartastraccia. Infatti, non ha alcun senso mettere la carta di credito dorata sul tavolo, per poi affermare che nessuno se ne può servire. Se si vuole impedire che qualcuno la adoperi, sarebbe molto meglio non tirarla nemmeno fuori dalla tasca.⁴⁷

Secondo l’economista tedesco, il riaggiustamento richiesto dalle circostanze può avvenire soltanto grazie alla disciplina imposta dal mercato dei capitali attraverso un drastico aumento dei tassi di interesse:

[...] quando, nel 2009, l’economia mondiale si è ripresa e si scoprì che l’Europa del sud soffriva di problemi di competitività strutturali e di sovraindebitamento, piuttosto che di una temporanea mancanza di fiducia dei mercati, le politiche a livello europeo sono diventate opinabili. [...] un minore

⁴⁶ A questo proposito, Luciano Canfora (2012, pp. 27-28) ha osservato che: “L’Unione europea [...] [h]a una *Banca Centrale* che ha via via assunto il ruolo di governo effettivo: una surroga allarmante e ormai dotata di un potere immenso. I suoi voleri vengono comunicati, ai governi nazionali da mettere in riga, con lettere perentorie e semi-segrete. La lettera della BCE al governo italiano dell’agosto 2011 è bastata da sola per imporre al nostro paese un cambio di governo svincolato da una qualunque, pur possibile, espressione di volontà del corpo elettorale.”

⁴⁷ Sinn (2014b), pp. 103-105.

supporto pubblico avrebbe significato maggiori riforme, l'anticipazione del taglio ai salari e anche un po' di deflazione, migliorando la competitività di questi paesi. [...] [A un certo punto, un cambio di direzione potrebbe trasformare l'imperturbabilità dei mercati dei capitali] in scetticismo, producendo un aumento dei differenziali di tasso, sempre che nel frattempo non vengano aperti ancora degli ombrelli di salvataggio. Questo potrebbe porre termine alla fase di stabilizzazione dei mercati dei capitali attuata attraverso il trasferimento dei rischi di investimento sulle spalle dei contribuenti. Saluterei questo cambiamento con favore, perché, ai fini del suo funzionamento, il mercato dei capitali ha bisogno dell'irrequietezza degli investitori. Lo sottolineo ancora una volta: soltanto se gli investitori rispondono in proprio per i rischi assunti con le proprie decisioni, essi pretenderanno tassi di interesse più elevati in caso di un eccesso di indebitamento, spingendo così i debitori a risparmiare. Soltanto questo meccanismo consente di impedire la formazione delle bolle creditizie, o di realizzare le riforme e gli adattamenti che si rendono necessari dopo lo scoppio di una bolla per assicurare la sopravvivenza dell'Eurosistema.⁴⁸

L'aumento dei differenziali di tasso tra i titoli di Stato emessi dai paesi membri dell'Eurozona è un segno dell'affermazione di verità economiche incontrovertibili, sempre destinate a imporsi sulle verità propagandate dalla politica:

[...] esistono verità politiche e verità vere. Le verità politiche nascono perché un numero sufficientemente elevato di politici se le racconta a vicenda, sino a quando i politici stessi, i media e la gente finiscono per crederci. Le verità vere derivano da fatti statistici, come da leggi dell'economia e da leggi proprie delle scienze naturali. L'esistenza di verità economiche viene spesso messa in dubbio perché la scienza economica si occupa di politica, dando risposte che concorrono con le ideologie e con semplici giudizi di valore. Ma l'immagine stessa della figura dell'economista richiede che egli si spogli delle ideologie e dei giudizi di valore. [...] Da quando esiste la nostra disciplina, essa si trova in mezzo al conflitto tra il cosiddetto primato della politica e le leggi dell'economia. Non è stata soltanto la caduta della cortina di ferro a

⁴⁸ Sinn (2014a), p. 315 e Sinn (2014b), pp. 91-92. Sinn (2014b, pp. 75-76) sostiene che durante la fase più acuta della crisi nell'Eurozona (tra l'autunno del 2011 e l'autunno del 2012) soltanto nel caso della Grecia i tassi di mercato avevano raggiunto un livello tale da implicare il fallimento del paese. Negli altri casi, invece, la sostenibilità del debito pubblico non era a rischio. Il problema consisteva, piuttosto, nella riottosità dei paesi 'periferici' a dover tornare alla disciplina di mercato dopo che, per lunghi anni, essi hanno potuto godere di tassi di interesse eccessivamente bassi. A sostegno della sua tesi Sinn cita i seguenti dati: "[...] the investment income paid out by the crisis countries in 2012 was 26% lower than in 2007, even though the interest spreads increased – in fact exploded – as of 2008 [...] and the stock of GIPSIC net foreign debt (including revaluation effects) increased by € 347 billion, or by 22% of its 2007 level. In the year 2012 alone, the GIPSIC countries gained € 67 billion from the rate of return reduction. Given that their net foreign debt was about € 2 trillion at the end of 2012, this corresponds to a rate of return reduction of about three percentage points [...]. In the five years from 2008 through to 2012, the GIPSIC countries reaped benefits of at least € 209 billion altogether, which on average amounted to € 1,558 per capita." (Sinn (2014a), p. 108, si confrontino anche le figure 4.2 e 4.3 alle pagine 108 e 109).

convincermi che, alla fine, le leggi dell'economia finiscono sempre per imporsi. Nel medio e lungo periodo, nessuna politica economica che contraddica le leggi dell'economia può avere successo. Esse sono tutte destinate a fallire – anche se i politici amano farci credere il contrario per poter differire la soluzione di problemi economici alle legislature future.⁴⁹

4. La ricetta tedesca per l'uscita dalla crisi

La diagnosi dei mali delle 'periferie' europee dopo lo scoppio della crisi del debito sovrano greco non differisce molto dalla diagnosi che Sinn formulò con riferimento ai mali che minavano la salute dell'economia tedesca, quando, nei primi anni del nuovo millennio, la Germania veniva definita 'il grande malato d'Europa'.⁵⁰ In entrambi i casi, i mali individuati consistono nella carenza di risparmio e in una perdita strutturale di competitività dovuta al livello troppo elevato del costo del lavoro.

Come abbiamo già visto in precedenza, Sinn sottolinea come, negli anni successivi all'introduzione dell'euro, i risparmi tedeschi siano defluiti in massa verso l'estero,⁵¹ indirizzandosi in particolare verso i paesi 'periferici' dell'Eurozona, così causando un crollo degli investimenti e un forte aumento della disoccupazione in Germania.⁵² Il deflusso dei risparmi è stato fortemente favorito dalla scomparsa del rischio di cambio per gli investimenti effettuati nell'area dell'euro, ma era anche legato al fatto che i lavoratori dell'industria tedesca percepivano salari non in linea con le mutate condizioni dell'economia internazionale. Alla Germania non restava quindi che imboccare la strada della moderazione salariale per non trasformarsi in una economia che crea disoccupazione nei settori domestici, perché importa una quota crescente di prodotti intermedi ad alta intensità di lavoro e perché sposta capitali, talenti e capacità di generare valore aggiunto nei settori a valle dell'industria esportatrice (*bazaar economy*):

The fact that Germany's industrial workers were the world's highest-paid at the time [of the Schröder government] seemed at odds with:

- the growing industrial competition that globalization represented,

⁴⁹ Sinn (2014b), pp. 13-14.

⁵⁰ All'inizio del nuovo millennio, l'immagine della Germania come 'il grande malato d'Europa' è entrata nell'immaginario collettivo dopo un'analisi pubblicata dall'*Economist* nel giugno del 1999 (*The sick man of the euro*, *The Economist*, 3 giugno 1999).

⁵¹ “[...] the share of overall savings accumulated from 2003 to 2007, which amounted to € 974 billion, [went] to net private and public investment at home, net financial exports, and net outward foreign direct investment. Over this period, 60% of German savings went abroad, a total of € 580 billion, and only 40% was invested at home for private and public purpose. It would be difficult to find another country that at any time in its history exported such a high proportion of its savings to finance investment in other countries.” (Sinn (2014a), pp. 91-92)

⁵² *Ibidem*, pp. 90, 95.

- the fall of the Iron Curtain,
- the eastward expansion of the EU and, not least,
- the introduction of the euro.

The euro starkly exposed the German's workers' lack of competitiveness and increased the competitive pressure they were exposed to by bringing transparency to prices and wages, but most of all because it eliminated the exchange-rate uncertainty. Such uncertainty had kept capital from exploiting the advantages offered by moving to other places in terms of labour costs and returns on investment. [...] Thanks to the euro, investors now dared to invest their resources in the Eurozone's low-wage countries. German banks and insurance companies, which had formerly been wary of investing in such countries, now saw them as attractive alternatives compared to investing in Germany, with the result that an increasing amount of German savings ended up wandering abroad. Faced with this situation, Germany had no other option but to undertake wage-restraint reforms in order to avoid further damage to its industry and avert the risk of turning Germany into a bazaar economy, one which eliminates jobs in the domestic sector by importing an increasingly large amount of labour-intensive intermediary products, and displaces capital, talent, and value-added towards the downstream sectors of the export industry.⁵³

Nel 2003, la crisi dell'economia tedesca indusse quindi il governo Schröder a mettere in atto un pacchetto di riforme strutturali radicali conosciute sotto il nome di *Agenda 2010*.⁵⁴ *Agenda 2010* si componeva, da un lato, di misure dirette a tagliare la spesa sociale, in particolare nel settore della sanità e nel settore della previdenza sociale, in modo da poter finanziare una cospicua riduzione della pressione fiscale. Dall'altro lato, *Agenda 2010* si basava su una riforma strutturale del mercato del lavoro per renderlo più flessibile in entrata e in uscita e per abbassare i salari in rapporto alla produttività dei lavoratori tedeschi. La riforma del mercato del lavoro è stata attuata in tre tappe, tra il gennaio del 2003 e il gennaio del 2005, attraverso le leggi di riforma *Hartz* I, II, III e IV.

⁵³ *Ibidem*, p. 89. L'istituto di ricerca congiunturale Ifo definisce il concetto di *economia-bazaar* nel modo seguente: "The bazaar-economy hypotheses posits that the benefits of the domestic value-added share of industrial production (vertical integration) go abroad and that Germany increasingly specialises in the customer-oriented final stages of production." (CESifo Group Munich - Ifo Policy Issue: *Bazaar Economy*, <http://www.cesifo-group.de/w/GXtt4yTu>, consultato il 15 ottobre 2017). Per ulteriori approfondimenti si veda Sinn (2005).

⁵⁴ Le riforme di *Agenda 2010* si ispirano a una proposta per l'istituzione di forme di assistenza sociale 'attivanti' redatta dall'istituto di ricerca Ifo nel maggio del 2002, a un libro di Sinn del 2003, significativamente intitolato *Ist Deutschland noch zu retten? (La Germania può ancora essere salvata?)*, alle proposte avanzate dal Consiglio consultivo economico del Ministero dell'economia tedesco e dalla Commissione Hartz, e, infine, a un programma di venti punti per rilanciare la crescita e l'occupazione in Germania presentato dal Consiglio degli esperti economici tedesco (*Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*). Per maggiori dettagli, si veda Sinn (2014a), p. 89, nota 8 e p. 96, nota 17. Una autorevole voce fortemente critica nei confronti delle riforme di *Agenda 2010* è quella di Peter Bofinger (2006).

In estrema sintesi, le leggi *Hartz* hanno introdotto una profonda riorganizzazione dell'Ufficio federale del lavoro, strutturandolo sulla falsariga di una agenzia di collocamento privata e rinominandolo Agenzia federale per l'impiego. L'Agenzia ha il potere di interrompere l'erogazione dei sussidi a chi rifiuta di accettare i lavori proposti. Inoltre, le norme del diritto del lavoro sono state modificate per facilitare le assunzioni e i licenziamenti. Infine, il periodo massimo per la percezione dell'indennità di disoccupazione è stato portato a 12 mesi e, in base alla legge *Hartz IV*, l'indennità di disoccupazione e l'assegno sociale sono stati accorpati per spronare chi non ha un lavoro a tornare a essere attivo.⁵⁵

Le riforme attuate durante il cancellierato Schröder erano ispirate al concetto di *fördern und fördern*, ovvero all'idea che il sostegno offerto dallo Stato esigeva una collaborazione attiva del beneficiario dell'aiuto statale. A questo proposito, nel IV *Rapporto su ricchezza e povertà* redatto dal governo Schröder si legge:

In definitiva, sta al singolo cogliere le opportunità che si presentano. Come regola generale: se ci si trova senza lavoro, il miglior modo per proteggersi da un declino del tenore di vita è trovarsi al più presto una nuova occupazione.⁵⁶

Sinn ricorda che l'obiettivo della riforma del mercato del lavoro consisteva nel ridurre il salario minimo implicito derivante dalle prestazioni previste dal sistema sociale. In tal modo, lo stato sociale cessava di essere più allettante del lavoro e le aziende potevano creare un maggior numero di posti di lavoro in corrispondenza di un salario inferiore. La riforma ebbe successo, tanto che in Germania l'aumento del salario medio cadde al di sotto degli incrementi di produttività, determinando una crescita della quota del reddito nazionale destinata ai profitti:

The reforms were certainly not easy on the German workers; they posed an extreme burden on them that massively affected the lives of many millions of people and tore at the fabric of German society. [...] The Schröder reforms proved to be a blessing in disguise for Germany's labour market, since citizens were paid less public money when staying out of work and more when participating in the labour force. The reform effectively cut the minimum wage implicit in the German welfare system by reducing the reservation wage at which workers were willing to accept a job. The lower reservation wage, in turn, implied a downward stretching of the wage distribution and kept the

⁵⁵ Terminato il periodo coperto dall'indennità di disoccupazione, chi è in grado di lavorare, ma non ha ancora una nuova occupazione riceve la cosiddetta indennità di disoccupazione II (*Arbeitslosengeld II*). A differenza della indennità erogata in precedenza per chi era colpito da disoccupazione di lungo termine, che era pari al 57 per cento dell'ultimo stipendio netto, l'indennità di disoccupazione II ammonta a 345 euro nella ex Germania Ovest e a 331 euro nella ex Germania Est. Il secondo sussidio non viene erogato se il coniuge ha una occupazione o se si possiedono beni per un valore superiore a 13.000 euro. Per maggiori dettagli, si veda Szarvas (2013), pp. 81-92.

⁵⁶ Citato in Szarvas (2013), p. 85.

average wage increase below the increase in labour productivity for a number of years, raising the profit share in national income. This gradually improved the competitiveness of the German workforce and gave rise to the creation of more jobs, particularly in the low-wage segment.⁵⁷

Con lo scoppio della bolla sul mercato immobiliare statunitense, tutte le dinamiche che avevano caratterizzato gli anni precedenti la recessione globale si sono invertite. I risparmi tedeschi, in costante crescita per effetto dell'aumento della quota dei profitti, hanno smesso di defluire all'estero e sono stati investiti in patria, non solo nel settore immobiliare, ma anche in impianti e in macchinari, tanto che, tra il 2010 e il 2011, gli investimenti sono diventati il vero motore della crescita tedesca. Nel frattempo, la ripresa dell'occupazione favorita dalle riforme di *Agenda 2010* aveva determinato un aumento dei consumi e, di conseguenza, delle importazioni. Ciononostante la Germania continuava a presentare saldi attivi di parte corrente. Ma a differenza di quanto era avvenuto nel periodo precedente lo scoppio della crisi, quando i surplus commerciali erano legati principalmente alla prolungata stagnazione dei redditi dovuta alla crisi patita dalla Germania dopo l'introduzione dell'euro, ora gli avanzi della bilancia commerciale tedesca erano da attribuire ai guadagni di competitività conseguenti alle riforme del mercato del lavoro e dello stato sociale attuate durante il cancellierato Schröder:

Before the onset of the crisis, German savings flowed massively abroad because German banks and insurance companies, as well as private investors, underestimated the risks of foreign investment [...]. Once the crisis hit, they changed their mind and opted to keep their capital at home. They turned primarily to German real estate, triggering a huge construction boom that the country had not seen since reunification. [...] Companies invested more in factories and machinery, pushing up demand in the toolmaking industries and providing another impulse to construction. New jobs were created in both sectors, the additional wage income in turn boosting consumption. Furthermore, new jobs were also created in the investing industries themselves, strengthening the trend even further. [...] The investors' change of mind explains the boom and the increase in investment in 2010 and 2011, which became the motor of growth [...]. [The] boost to Germany's current account surplus came from its improved competitiveness. Indeed, the [...] Agenda 2010 reforms brought about significant wage moderation that translated not only into a higher profit share and a higher savings rate, but also into a lower inflation rate, improving the competitiveness of German products.⁵⁸

Mentre, paradossalmente, la crisi globale segnava l'inizio della ripresa dell'economia tedesca, i paesi 'periferici' dell'Eurozona cadevano in una profonda

⁵⁷ Sinn (2014a), p. 97.

⁵⁸ *Ibidem*, pp. 97-98, 102.

recessione, facendo svanire le illusioni cullate dopo l'introduzione della moneta unica. La cronica carenza di risparmio interno era legata a eccessi di spesa nel settore pubblico e in quello privato che hanno condotto a un sovraindebitamento con l'estero. Inoltre, determinando un apprezzamento del tasso di cambio reale, il boom inflazionistico che, sino al 2007, era stato favorito dall'afflusso di capitali dall'estero aveva minato la competitività delle produzioni domestiche sui mercati internazionali.⁵⁹

Come in Germania, la ricetta per l'uscita dalla crisi dei paesi 'periferici' dell'Unione monetaria è composta da austerità e riforme strutturali, in particolare del mercato del lavoro. Il taglio alle spese nel settore pubblico, in primo luogo di quelle legate al *welfare*, dovrebbe permettere di ricostituire i risparmi necessari al finanziamento degli investimenti con capitali domestici, mentre la riforma del mercato del lavoro dovrebbe provocare un aumento dell'occupazione in corrispondenza di un più basso livello dei salari. Pertanto, la crescita dei paesi 'periferici' non sarebbe più trainata da eccessi di spesa sostenuti artificialmente con i prestiti ricevuti dall'estero, ma dall'efficiente allocazione delle scarse risorse disponibili (lavoro e capitale).

Insomma, se i paesi 'periferici' svolgessero i 'compiti a casa' (*Hausaufgaben*) implicitamente richiesti dall'adesione alla Unione monetaria e si dedicassero finalmente a tenere 'la casa in ordine' (*Haus in Ordnung*) mirando al pareggio strutturale del bilancio pubblico,⁶⁰ ne beneficerebbe non solo la loro crescita economica, ma anche quella della stessa Germania.⁶¹

Negli anni successivi al 2010, il passivo di parte corrente dei paesi debitori dell'Eurozona è progressivamente diminuito. Tuttavia, a giudizio di Sinn questi miglioramenti sono figli di una flessione delle importazioni e di una riduzione dei costi del lavoro per unità di prodotto che non riflettono un reale recupero di

⁵⁹ "The real appreciation [...] deprived the distressed countries of their competitiveness. Prices and wages rose during the bubble-building period beyond the level that would have made sustainable economic development possible without depending on credit inflows. For a number of years, the current account deficits of the GIPSIC countries continued to grow unabated [...] and, with them, their need for foreign credit to finance the deficits. Everything went just fine for as long as the markets were willing to finance these deficits, but when they pulled back in the summer of 2007, the crisis set in." (*Ibidem*, p. 117).

⁶⁰ "For the fiscal authorities, to 'keep their houses in order' means to maintain a cyclically-adjusted balanced budget." (Alesina *et alia* (2001), p. 7).

⁶¹ "Come governo federale facciamo di tutto perché i posti di lavoro vengano conservati, la crescita venga rinvigorita, la Germania possa essere considerata una sede accattivante per lo svolgimento di attività economiche. Ma alla lunga, naturalmente, ciò che conta è: se sta male l'Europa, anche la Germania non starà bene. Ciò significa che dobbiamo impegnarci tutti per mettere a posto le cose in Europa. E – devo dire – da questo punto di vista abbiamo ancora molto lavoro da fare. Ciononostante, per come valuto oggi la situazione, non ci sono motivi per lasciarsi andare al pessimismo. Ma in Europa tutti devono sforzarsi di fare i propri compiti a casa." (Merkel (2011), p. 2).

competitività. Piuttosto, essi dipendono dalla caduta dell'attività economica e dall'aumento della disoccupazione causati dalla crisi, e dalla diminuzione dei redditi da capitale percepiti dagli investitori esteri a seguito degli interventi della Bce e dei piani di salvataggio 'fiscali'.⁶²

La riforma strutturale del mercato del lavoro è l'unica strada che i paesi 'periferici' dell'Eurozona possono percorrere per eliminare gli squilibri esterni che hanno caratterizzato gli anni successivi all'introduzione dell'euro. Infatti, l'adesione all'Unione monetaria impedisce che un paese membro possa ricorrere alla svalutazione del tasso di cambio nominale. Ai fini del ripristino della loro competitività internazionale, i paesi debitori dell'area dell'euro devono quindi mirare al deprezzamento del tasso di cambio reale, ovvero a una diminuzione dei prezzi interni rispetto a quelli dei propri partner commerciali. In altre parole, essi possono sperare di raggiungere un pareggio strutturale dei loro conti con l'estero soltanto attraverso una svalutazione interna favorita dalla caduta del livello medio dei salari:

An improvement in competitiveness in the sense of a structural improvement in current accounts and a recovery of manufacturing output can only come from a substitution effect due to relative price changes, not from income effects or artificial measures that reduce the cost of credit. [...] Given that cheap credit is no longer available today, the real appreciation of the GIPSIC countries has to be undone. This can be achieved by rewinding the price clock through deflation in the GIPSIC countries [...]. Outright deflation is a difficult undertaking, since the price clock only runs smoothly going forward. It is always a pleasure to raise wages and prices; lowering them, in contrast, provokes massive resistance. [...] Nevertheless, there is no alternative to a realignment of relative prices in the Eurozone if the competitiveness of the crisis-stricken countries is to be re-established within the Eurosystem, and if this is to be achieved without inflation in the aggregate, deflation in some countries cannot be avoided.⁶³

5. La necessità di riformare l'attuale configurazione dell'Eurozona

5.1. L'euro come trappola per i paesi aderenti all'Unione monetaria

La ricetta di Sinn per l'uscita dalla crisi dei paesi 'periferici' dell'Eurozona si basa sulla convinzione che una perdita di competitività sui mercati internazionali sia sempre imputabile alla pretesa che i redditi, e in particolare quelli da lavoro, possano superare la produttività espressa da un sistema-paese:

⁶² Sinn (2014a), pp. 105-107, 123-127.

⁶³ *Ibidem*, pp. 112, 117.

[...] even the world's least-productive economy can be competitive, in the sense that it can get along without foreign credit if its products are cheap enough and if it satisfies itself with a sufficiently low living standard. There is no such thing as a technical lack of competitiveness. Politicians and the general public often speak of a lack of competitiveness in the sense of the low productivity of their economies because of poor infrastructure, inefficient legal systems, low innovation, lack of discipline, corruption and so on. Indeed, these elements can undermine a country's competitiveness, but if so, only because they imply excessively high prices, given the wages and other kinds of costs. If, on the other hand, productivity is given, there is always the possibility of making a country competitive by cutting wages and other kinds of income. A lack of competitiveness in the sense of trade deficits simply means overblown income aspirations relative to productivity, and hence overblown prices.⁶⁴

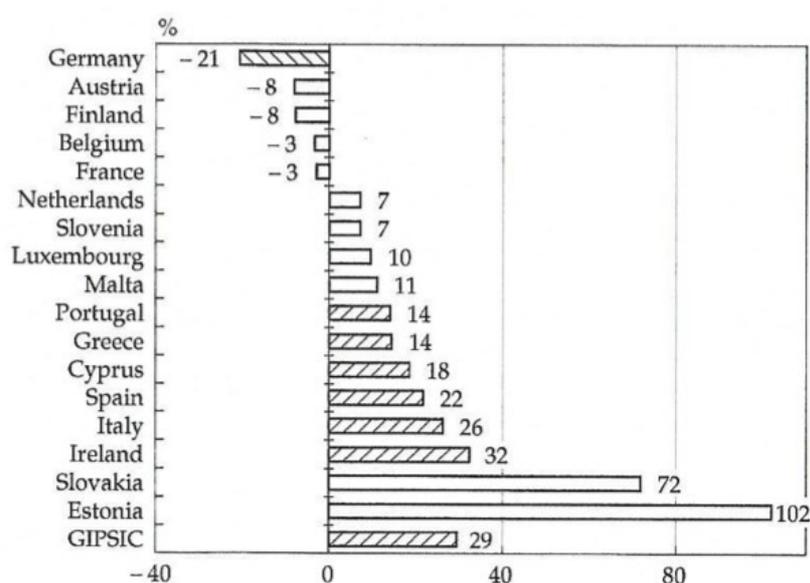


Figura 10 – Apprezamenti e deprezzamenti reali del cambio di ciascun paese membro dell'Eurozona rispetto agli altri paesi membri, 1995-2007
(Fonte: Sinn (2014a), p. 116)

Per illustrare la misura della perdita di competitività dei paesi 'periferici' dell'Unione monetaria, Sinn ha calcolato le variazioni del tasso di cambio reale effettivo dei singoli paesi membri dell'Eurozona rispetto agli altri paesi membri, facendo riferimento al periodo che va dalla fine del 1995, quando, durante il Consiglio europeo tenuto a dicembre a Madrid, venne annunciata ufficialmente l'introduzione della moneta unica, al 2007 (figura 10).⁶⁵

⁶⁴ *Ibidem*, p. 112.

⁶⁵ I dati sono riferiti alle variazioni del deflatore del Pil nazionale rispetto al deflatore del Pil medio degli altri paesi membri dell'Eurozona, applicando come pesi le quote sul commercio interno all'area dell'euro. I dati tengono inoltre conto dei riallineamenti dei tassi di cambio nominali

Come si può notare, il tasso di cambio reale effettivo di tutti i paesi che soffrono a causa della crisi si è significativamente apprezzato, mentre quello della Germania ha invece subito un forte deprezzamento. In altre parole, tra la fine del 1995 e il 2007 i prodotti e i servizi tedeschi sono diventati molto meno cari relativamente ai prodotti e ai servizi realizzati nei paesi ‘periferici’ dell’Eurozona.

	Deprezzamento (%)	Media (%)
Portogallo	25-35 %	30 %
Grecia	25-35 %	30 %
Spagna	25-35 %	30 %
Francia	15-25 %	20 %
Italia	5-15 %	10 %
	Apprezzamento (%)	Media (%)
Irlanda	0-5 %	2,5 %
Germania	15-25 %	20 %

Tabella 1 – Aggiustamenti percentuali di prezzo in rapporto alla media dell’Eurozona richiesti ai fini del riequilibrio delle posizioni patrimoniali nette di alcuni paesi membri dell’Unione monetaria, Q3 2010
(Fonte: Pill *et alia*, Goldman Sachs Global Economics (2012), riprodotti in Sinn (2014a), p. 120)

Sinn cita uno studio realizzato dal dipartimento economico di Goldman Sachs, in cui sono state calcolate le variazioni del deflatore del Pil nazionale in rapporto al deflatore del Pil medio degli altri paesi dell’Eurozona necessarie per riequilibrare, entro un arco temporale di vent’anni, le posizioni patrimoniali nette dei paesi presi in esame, con l’obiettivo di condurle al di sotto del 25 per cento del Pil in termini assoluti (tabella 1)⁶⁶.

I dati riportati nella tabella 1 evidenziano che il caso dell’Irlanda è molto diverso da quello degli altri paesi ‘periferici’ dell’Eurozona, e anche da quello della Francia. Tra il 2006 e il 2012 l’Irlanda è riuscita a realizzare un deprezzamento relativo del 15 per cento che ha dato immediatamente i suoi frutti. Infatti, mentre il saldo passivo delle partite correnti dell’Irlanda è cresciuto dallo 0,6 per cento del Pil nel 2004 al 6 per cento del Pil nel 2008, esso è sparito durante la crisi, trasformandosi addirittura in un leggero saldo attivo nel 2010, poi cresciuto sino al 4 per cento del Pil nel 2013.

avvenuti tra le valute dei paesi membri dell’Eurozona tra il dicembre del 1995 e il maggio del 1998, quando sono stati fissati irrevocabilmente i tassi di cambio delle singole valute nazionali rispetto all’euro.

⁶⁶ Gli autori dello studio assumono che, nel periodo considerato, il tasso di inflazione medio dell’Eurozona sia pari al due per cento, e che il valore esterno dell’euro si aggiusti in modo tale da lasciare invariato il livello dei prezzi dei paesi membri dell’Eurozona relativamente ai prezzi del resto del mondo.

Sinn riconosce che questi risultati sono in parte legati al risparmio di interessi consentito dalle politiche di salvataggio della Bce e dall'istituzione dei fondi di salvataggio 'fiscali', e al calo delle importazioni conseguente allo scoppio della crisi. Tuttavia, grazie alla caduta dei prezzi interni rispetto ai prezzi degli altri paesi membri dell'Eurozona, l'Irlanda si segnala per una significativa crescita delle sue esportazioni e della sua produzione industriale.

Secondo Sinn, il successo dell'Irlanda si spiega con il fatto che la crisi era iniziata già nel 2006 e con la maggiore flessibilità del suo mercato del lavoro. In assenza di alternative, cioè di eventuali aiuti esterni coordinati dalla Bce e dalla Commissione europea, dopo il 2006 in Irlanda è stato possibile creare il grado di consenso sociale indispensabile alla realizzazione delle politiche di austerità e di un sensibile calo delle retribuzioni.⁶⁷

Per una serie di ragioni, a giudizio di Sinn, è invece molto più difficile che gli aggiustamenti richiesti possano realizzarsi nei paesi 'periferici' meridionali. Innanzitutto, esistono delle differenze 'culturali' in merito al livello di inflazione considerato accettabile nei vari paesi dell'Eurozona:

The countries that inflated after the euro announcement are those that were long accustomed to inflation. Unions, governments, banks, households, and firms had all been used to substantial inflation, to which they adjusted their expectations, purchasing habits, wage demands, and price-setting behaviour long before the euro was introduced. Conversely, those countries that underwent a real devaluation, Germany in particular, were accustomed to a low inflation rate before the euro was introduced. It will not be easy for these countries to simply trade places. Because this would require overcoming well-established national habits, traditions, and preferences that are deeply ingrained in their psyche.⁶⁸

In secondo luogo, nei casi di Spagna, Portogallo e Grecia il recupero della competitività esterna per ridurre lo stock dei debiti esteri accumulato durante gli anni successivi all'introduzione dell'euro richiederebbe una flessione dei prezzi molto maggiore di quella che è stata necessaria in Irlanda, tanto che nemmeno un ritorno alla situazione vigente nel dicembre del 1995, all'epoca del summit europeo di Madrid, sarebbe sufficiente.

Sinn allora si chiede, se il processo di riallineamento delle competitività relative nell'Eurozona non possa avvenire attraverso l'aumento dell'inflazione nei paesi creditori, e in particolare in Germania. Ma in questo caso, l'aumento di inflazione richiesto sarebbe di tale entità da implicare una violazione del Trattato di Maastricht, e da risultare inaccettabile ai cittadini tedeschi, ancor'oggi consapevoli delle

⁶⁷ Sinn (2014a), pp. 127-130.

⁶⁸ *Ibidem*, p. 136.

drammatiche conseguenze provocate dall'iperinflazione sperimentata dal paese dopo la fine della prima guerra mondiale:

[...] suppose the realignment of the Eurozone according to the Goldman Sachs study were to be achieved without deflation in any of the member countries. Then Germany would have to inflate by 5.5% per year for ten years, entailing a total price level increase of 71% and a reduction of 42% in the real value of nominal savings. The average Eurozone inflation rate in this case would be 3.6% p.a. Even if it were technically possible for the ECB to manage such a level of inflation, it would violate the Maastricht Treaty and create an uproar in Germany, where the trauma of the hyperinflation experienced from 1915 to 1923 still sits deep in the German psyche. At the time, hyperinflation deprived the middle class of its wealth and drove it to look for radical political solutions. This is the reason why Germany accepted giving up the deutschmark only under the condition that the maintenance of price stability be the goal of the ECB.⁶⁹

Inoltre, poiché i tassi di interesse fissati dalla Bce si trovano ormai vicini allo zero, è difficile pensare che si possa creare il livello di inflazione richiesto attraverso misure di politica monetaria. A questo proposito, Sinn sottolinea come, nonostante gli sforzi profusi dalla Banca del Giappone dopo lo scoppio della bolla immobiliare all'inizio degli anni '90, il paese non si sia ancora ripreso e continui a soffrire di una prolungata deflazione.

In definitiva, il riaggiustamento degli squilibri all'interno dell'Eurozona non può che passare dalla caduta dell'inflazione nei paesi 'periferici'. Tuttavia, la resistenza dei sindacati alle riduzioni salariali necessarie a seguito della caduta della spesa aggregata dovuta alle politiche di austerità provocherebbe una disoccupazione di massa socialmente intollerabile, esattamente come previsto da Keynes nel caso del ritorno della Gran Bretagna al *gold standard* durante gli anni '20 del secolo scorso:

[...] a realignment of the Eurozone may [thus] require the crisis-stricken countries to actually deflate. [...] However, deflation would impose much hardship and strain on countries like Greece, Portugal, or Spain [...]. [...] the process [...] of deflating is painful and tears at the very fabric of society. The political systems are strained by factional conflicts and by strong unions that are not easily moved to compromise. This is the argument John Maynard Keynes used in his essay on 'The Economic Consequences of Mr. Churchill' in 1925 [...]. Keynes had warned Churchill not to bring Great Britain back to the gold standard, since this would force it to undergo a real depreciation that, due to the resistance of the unions, would result in mass unemployment. Every union, he argued, would object to wage cuts given that it could not assume that other unions would simultaneously accept such cuts. Thus, services like restaurants or hairdressers would not be expected, by a single trade union

⁶⁹ *Ibidem*.

deciding in isolation, to become cheaper after accepting a wage cut, thereby mitigating the real income loss. Moreover, the relative income position of its members would deteriorate. Resistance would be weaker if a simultaneous cut in all wages could be orchestrated, but given that this is impossible, nominal wages tend to be downward-sticky, causing mass unemployment when demand falls. During the Great Depression, Britain indeed suffered from the effects Keynes had described, and was forced to leave the gold standard.⁷⁰

Sinn ricorda che, a causa della impossibilità di sciogliersi dai vincoli imposti dal Piano Dawes, all'inizio degli anni '30 del secolo scorso, in Germania il disagio sociale provocato dalle durissime politiche di austerità imposte dal cancelliere Brüning è sfociato in vere e proprie forme di guerriglia urbana che hanno aperto la strada all'avvento del nazionalsocialismo. Il piano Dawes specificava le modalità di esecuzione delle disposizioni del Trattato di Versailles, vietando alla Germania di svalutare la propria moneta per aumentare la competitività delle sue produzioni. In applicazione al Piano Dawes, la legge bancaria tedesca del 1924 aveva quindi fissato un tasso di cambio irrevocabile tra l'oro e il *Reichsmark* che nemmeno Hitler ha osato modificare. Mentre durante la Grande depressione i partner commerciali della Germania hanno potuto abbandonare il sistema a cambi fissi legato all'oro, la Germania si è invece vista costretta a difendere la propria competitività attraverso la svalutazione interna. Ma l'entità delle misure di austerità rese necessarie per vincere la resistenza dei sindacati fu tale da portare il paese sull'orlo della guerra civile:

Under the Dawes Plan, which codified the Treaty of Versailles, Germany was prevented from devaluing its currency as a vehicle to improve its competitiveness. A key element of the treaty resulting from the Dawes Plan was the German banking law of 1924, which set an immutable exchange rate between the Reichsmark and gold. Any attempt to change it would have led to calamitous conflicts with Germany's public and private creditors. Not even Hitler dared to tamper with this. In the years following the onset of the 1929 economic depression, some of Germany's competitors devalued their currencies, in particular Great Britain, Japan, and some of the Scandinavian countries. After the UK gave up its gold peg in 1931, the British pound fell by around 30% against the gold standard. (Later in 1934, the US devalued by around 40%, spelling the beginning of the end of the gold standard). In view of this, the only solution for Germany to regain its competitiveness was through a real depreciation by way of reducing prices and wages, a course that was followed with remarkable doggedness by the Government of Chancellor of the Republic Heinrich Brüning through harsh austerity measures. As a result, German wages plummeted by 27% between 1929 and 1933, while consumer prices fell by 23%. This real depreciation was brought about by mass unemployment of around 30%, not cushioned by a welfare state supported with public credit from other countries, and a 16% drop in GDP from 1928 to

⁷⁰ *Ibidem*, pp. 137-138.

1932. While the countries that had left the gold standard performed reasonably well, Germany's depression pushed the country to the brink of a civil war, with left-wing and right-wing hordes brutally battling each other on the streets. What came in 1933 turned out to be worse than a civil war.⁷¹

Secondo Sinn, l'esempio della Germania degli anni '30 del secolo scorso mostra che, in società politicamente divise, un deprezzamento in termini reali dell'entità necessaria alla Grecia, al Portogallo e alla Spagna può produrre conseguenze disastrose. Inoltre, facendo riferimento alla teoria della deflazione da debiti sviluppata da Irving Fisher (1933) durante la Grande depressione, Sinn osserva che, quandanche i sindacati finissero per accettare le misure richieste dalla situazione, l'ampiezza della deflazione spingerebbe al fallimento moltissime famiglie e imprese indebitatesi prima dello scoppio della crisi:

[...] even if the unions came around to accepting [a real depreciation through wage cuts and price reductions], there is still the problem that a real depreciation would lead to severe distortions in individual balance sheets. With price reductions of the magnitude envisaged here, many normal companies that own assets such as machinery and buildings and owe debts to domestic banks would run into difficulties, because the value of their assets as well as their cash flow would diminish, while their debts and their debt service would remain unchanged. Many companies would go bankrupt, even if at first glance the lower prices ought to make them more competitive. Likewise, many private households that bought property on credit would be unable to service their debt after a balanced wage and price cut, and would be driven into insolvency. The distortion of the domestic debt-to-asset ratios is an insurmountable problem that would doom every attempt to carry out a sizeable real depreciation by way of actual and not relative price reductions.⁷²

Date le circostanze, Sinn conclude che, attualmente, sia i paesi creditori che quelli debitori sono intrappolati nell'euro. I primi, perché condannati a continui trasferimenti di reddito a sostegno dei fondi pubblici di salvataggio, e perché soggetti ai rischi di perdite legati ai prestiti concessi dalla Bce. I secondi, invece, perché impossibilitati a sopportare il peso politico dei costi associati alla caduta dei redditi e all'aumento della disoccupazione, enormemente maggiori di quelli corrispondenti ai punti di minimo dei normali cicli economici, richiesti dal riaggiustamento necessario a ripristinare la competitività di prezzo delle produzioni nazionali.⁷³

⁷¹ *Ibidem*, pp. 138-139.

⁷² *Ibidem*, pp. 139-140.

⁷³ Sinn (2014b), pp. 15-16.

5.2. I vantaggi associati alla istituzione di un euro flessibile

Per uscire dalla trappola dell'euro, secondo Sinn, il primo passo deve essere una riforma del sistema dei pagamenti interni all'Eurozona, di modo che possa essere ripristinato l'equilibrio sui mercati del credito dei singoli paesi membri dell'Unione monetaria. A tal fine, occorre che i saldi debitori e creditori accumulati nel sistema Target2 vengano regolati periodicamente, preferibilmente attraverso il trasferimento di riserve in oro, come avveniva tra gli stati dell'Unione americana sino al 1975. In alternativa all'oro, in un futuro più lontano, si può pensare di adottare l'attuale sistema statunitense basato sul trasferimento di titoli acquistabili e vendibili sui mercati finanziari:

The easy access to the local printing press, which channelled the [...] extra credit from the northern central banks to the GIPSIC countries, as measured by the Target balances, is arguably the key design flaw of the Eurosystem [...]. To stop the vicious liability spiral, it is essential to correct its root cause by terminating the ECB's regional fiscal policy that predetermines subsequent parliamentary rescue decisions and undermines European democracy. To this end it is crucial [...] to amend the Maastricht Treaty by applying rules similar to those used in the US, particularly as regards the settlement of Target balances. The most natural means of payment between countries, and even states within a currency union, is gold. A country may run a target deficit for a year or more, but then it should settle its debt with the Eurosystem by redeeming it with gold or tradable gold-backed securities, to be handed out to the holders of Target claims. Gold has always been used for settling balance-of-payments imbalances between countries, and even between states within a currency union, as the history of the US Federal Reserve [...] has shown, and gold has remained an international means of payment to this day. [...] Since gold is an internationally liquid asset and a globally accepted unit of account, the debtor country always has the possibility of selling some other assets, say covered bonds or state property, at market prices against gold to fulfil its obligations. [...] The settlement of balance-of-payments imbalances constrains the possibility of a country to have net payment orders carried out through the Eurosystem, but not in the sense that individual payments could not be carried out beyond a certain limit. [...] The constraint operates only indirectly, in the sense that it becomes less attractive for a given NBC to issue more money than is needed for domestic circulation. If an NBC wants to issue more than this amount, leading to an accumulation of Target balances, it would have to sell marketable assets to buy the gold needed for settlement.⁷⁴

Detto questo, Sinn osserva che è giunto il tempo di prendere atto che, di fatto, alcuni paesi della 'periferia' meridionale dell'area dell'euro si trovano ormai sull'orlo della bancarotta. La sostenibilità del debito di un paese dipende dal tasso di crescita

⁷⁴ Sinn (2014a), pp. 327-330.

del suo reddito nazionale, ma, sfortunatamente, negli anni a venire, invece di crescere i paesi in crisi sono condannati al ristagno economico, se non addirittura alla contrazione del loro Pil in termini nominali. Infatti, qualora, attraverso coraggiose riforme del mercato del lavoro, gli aggiustamenti di prezzo richiesti venissero realizzati in tempi rapidi, i paesi interessati sperimenterebbero una deflazione che, pur consentendo di contenere la disoccupazione di massa, implicherebbe la caduta del loro Pil nominale. Se, d'altra parte, i prezzi e i salari dovessero manifestare una sensibile rigidità verso il basso, la maggior parte dei paesi 'periferici' dell'Eurozona farebbe registrare una prolungata contrazione del Pil sia in termini reali che nominali. Pertanto, indipendentemente da quale dei due scenari dovesse manifestarsi, alcuni paesi dell'area dell'euro sono inevitabilmente destinati a veder crescere il livello del loro indebitamento rispetto al Pil.⁷⁵

Si tratta, quindi, di affrontare sia il problema dell'eccessivo indebitamento dei paesi ormai sostanzialmente insolvibili che il problema, distinto, ma pur sempre collegato, della loro competitività sui mercati internazionali.

Quanto al primo problema, Sinn propone l'organizzazione di una conferenza internazionale sotto il patrocinio del Club di Parigi per discutere della ristrutturazione dei debiti pubblici, dei debiti bancari e dei debiti in seno al sistema Target2 accumulati dai paesi 'periferici' dell'Eurozona. L'obiettivo della conferenza non dovrebbe consistere nella negoziazione di un semplice allungamento delle scadenze dei pagamenti accompagnato dalla riduzione dei tassi di interesse. Per evitare soluzioni pasticciate, è preferibile una vera e propria riduzione del debito accumulato dai paesi 'periferici' e, quindi, il coinvolgimento dei loro creditori privati e pubblici:

The Paris Club could [...] be involved in organizing a debt conference for joint negotiations between the GIPSIC countries and their creditor countries, along the lines of prior debt conferences in the 1920s, 1930s, and 1950s whose task was the settlement of war debt and reparation payments. The task of the new debt conference could be to reset the Eurozone's financial system by clearing the balance sheets and restoring the transparency and trust that the capital market needs to operate smoothly. The debt conference would have to deal with three kinds of debt: state debt, bank debt, and Target debt, since they are all interrelated and have common origins. Given the huge levels of interrelated debt, a solution that just prolongs maturities and reduces interest rates, as was chosen in the case of Greece and Ireland, is not advisable. That is not really a solution, but an attempt at camouflage that allows creditors to avoid write-off losses in their balance sheets and pretend to have more equity than they actually do. While it helps the banks and governments of the debtor countries, it makes the creditors vulnerable by allowing them to conduct their business with less capital than they show in their books. They should instead be forced

⁷⁵ *Ibidem*, pp. 331-332.

to recapitalize by bringing in more equity capital from outside. The European financial industry could become a hollow shell with the camouflage strategy the EU has begun. It is much better for the long-run stability and prosperity of the European economy if the debt restructuring is honest, in the sense of going for outright debt reductions and imposing a more parsimonious strategy on the economy, with more private savings and investment, and less consumption.⁷⁶

Inoltre, Sinn sottolinea che la remissione di parte del debito deve essere affiancata da uno sforzo tangibile dei paesi ‘periferici’ dell’Eurozona. Questi ultimi possono infatti contribuire alla riduzione dei loro debiti sia attraverso la privatizzazione di imprese pubbliche e la vendita di parte del patrimonio del demanio pubblico sia attraverso l’imposizione di imposte che colpiscano gli ingenti patrimoni privati delle fasce di popolazione più ricche. Sinn infatti ricorda che nei paesi ‘periferici’ la ricchezza privata è di molto superiore a quella dei cittadini tedeschi, e che in alcuni di questi paesi il ricorso all’indebitamento piuttosto che alla tassazione ai fini del finanziamento della spesa pubblica è dovuto alla rilevante incidenza dell’economia sommersa.⁷⁷

Per quanto riguarda il problema del ripristino della competitività dei paesi ‘periferici’ dell’Eurozona, particolarmente acuto in Grecia, Portogallo e Spagna, Sinn cita Milton Friedman (1953), evidenziando come egli concordasse con Keynes sulla sostanziale impossibilità di realizzare un forte deprezzamento reale attraverso la caduta dei salari e dei prezzi. Pertanto, Sinn conclude che esistono soltanto due possibili soluzioni: un sistema di trasferimenti permanenti o l’uscita dall’Eurozona. Citando gli esempi del Mezzogiorno italiano e dei *Länder* orientali della Germania, Sinn però sottolinea come nel primo caso non si sia mai giunti a creare economie competitive che non dovessero dipendere dai crediti o dagli aiuti esterni. Di conseguenza, l’unica opzione che permetterebbe di riguadagnare competitività senza mettere a rischio la tenuta sociale dei paesi interessati consisterebbe nell’uscita dall’Eurosistema.

Secondo Sinn, il rischio che l’inflazione possa erodere gli effetti positivi associati alla svalutazione della ricostituita valuta nazionale non esiste, perché la svalutazione consentirà di ricondurre i prezzi dei paesi ‘periferici’ in uscita dall’Eurozona ai loro livelli di equilibrio rispetto alle altre valute internazionali.

⁷⁶ *Ibidem*, pp. 339-340.

⁷⁷ “[...] there is substantial private wealth in the crisis-hit countries, as revealed by a survey conducted by the ECB [...]. Even when differences in household size are taken into account, Italians and Spaniards, for instance, are on average 14% wealthier than Germans, 40% wealthier than Finns and 42% wealthier than Dutchmen. The wealth of Italians was emphasized by then-Prime Minister Silvio Berlusconi long before the ECB published its statistics. Other troubled countries score similarly. There is much to be said for taking part of this wealth to help repay some of the debt, particularly in those countries whose debt also resulted from the fact that governments substituted debt financing for tax financing because a substantial fraction of private activities were carried out on the black market.” (*Ibidem*, p. 342)

Poiché l'Unione europea è organizzata su basi democratiche, l'opzione di uscita dall'area dell'euro deve essere esercitata volontariamente. Al tempo stesso, tuttavia, non è accettabile che un paese insista sulla permanenza a tutti i costi nell'Unione monetaria, continuando a farsi finanziare da altri paesi, se non è in grado di rispettare le condizioni per l'appartenenza all'Eurozona chiaramente stabilite nel Trattato di Maastricht.

In ogni caso, l'uscita dall'euro di un paese eccessivamente indebitato non deve essere considerata come una espulsione. Per questo motivo, deve anche essere concessa una opzione di rientro. A tal fine, i paesi che escono dall'Eurosistema possono entrare nel meccanismo di cambio ERM II, cui partecipano i paesi dell'Unione europea che non aderiscono all'euro e dal quale sono transitati tutti i paesi che sono entrati nell'Eurosistema dopo il 2000. Il rientro nell'area dell'euro può avvenire a condizione che la svalutazione della nuova moneta nazionale abbia fatto il suo corso, che il nuovo tasso di cambio si sia stabilizzato, e che il paese interessato al rientro abbia intrapreso un percorso di radicali riforme strutturali a garanzia del fatto che i problemi del passato non si ripresenteranno anche in futuro. Lo stimolo all'attuazione del programma di riforme verrà non solo dalla prospettiva di un rientro nell'area dell'euro, ma anche dalla disciplina nuovamente imposta alle politiche economiche nazionali dai mercati finanziari internazionali.⁷⁸

Sinn dunque propone l'istituzione di un 'euro flessibile', una Unione monetaria 'aperta' che si colloca a mezza via tra il sistema monetario internazionale di Bretton Woods e l'unione monetaria statunitense. In questo modo, il riallineamento dei prezzi relativi potrebbe avvenire anche attraverso gli aggiustamenti dei tassi di cambio nominali, nel quadro di un sistema comunque più rigido di quello di un semplice sistema a cambi fissi tra differenti valute nazionali.⁷⁹

In sostanza, la proposta di Sinn rieccheggia il progetto di Unione monetaria a due velocità presentato nel settembre del 1994 al *Bundestag* dall'allora presidente del gruppo parlamentare della CDU/CSU Wolfgang Schäuble, e contenuto in un documento, redatto insieme a Karl Lamers, dal titolo *Überlegungen zur europäischen Politik (Riflessioni sulla politica europea)*. Il documento di Schäuble e Lamers prevedeva la costituzione di un 'nucleo duro' (*Kerneuropa*) costituito dalla Germania, dalla Francia e dai paesi del Benelux che avrebbe proceduto all'integrazione monetaria, mentre i paesi della 'periferia' sarebbero potuti entrare nell'Unione monetaria

⁷⁸ Sinn (2014a), pp. 343-353 e Sinn (2014b), Parte seconda.

⁷⁹ “[...] the Eurozone could become a breathing, open currency union, something between a currency union of the Bretton Woods type and a firm conglomerate like the US dollar zone. [...] Europe needs a currency union that is more flexible than the dollar, allowing the necessary realignment of relative prices through exchange rate adjustments, and at the same time more rigid than a system of separate currencies with fixed exchange rates.” (Sinn (2014a), p. 348)

soltanto una volta che avessero dimostrato di poter tenere il passo delle economie più omogenee.

Tuttavia, a giudizio di Sinn, l'istituzione di un euro flessibile non esclude che il processo di integrazione europea possa sfociare nella costituzione degli Stati Uniti d'Europa, una federazione basata sul principio di sussidiarietà, su una politica estera e di difesa comune, sulla fornitura centralizzata delle infrastrutture, sulla garanzia delle libertà economiche fondamentali e su una adeguata regolamentazione delle attività economiche. Il viaggio verso la federazione europea non può però prendere avvio da una Unione monetaria basata sulla mutualizzazione dei debiti e sui trasferimenti dal centro alla 'periferia' e retta unicamente dalle regole del *Fiscal compact*. Il modello di riferimento dovrebbero essere gli Stati Uniti d'America e la Svizzera. In entrambi i casi, la convivenza tra gli stati e i cantoni membri si basa sul principio di una rigorosa responsabilità per i debiti assunti e sulla limitazione dei trasferimenti redistributivi. Questi ultimi possono far parte di uno schema di federazione europea, ma soltanto dopo l'avvenuta costituzione di uno Stato unitario che disponga della forza per far rispettare le assicurazioni reciproche pattuite nel Trattato istitutivo. Il passaggio agli Stati Uniti d'Europa deve avvenire sulla base delle volontà popolari, delle libere determinazioni dei parlamenti nazionali e delle leggi dell'economia. Non a seguito delle decisioni adottate unilateralmente da corpi tecnocratici privi della necessaria legittimazione democratica:

Redistribution can be understood as providing a collective benefit to all countries if it takes the form of protective insurance. [...] This is definitely not the case with the current redistribution decisions in the Eurozone, since they are being adopted after the damages have become apparent. In addition, such an insurance scheme was explicitly ruled out from the outset, in the Maastricht Treaty negotiations, by the no-bailout clause (article 125 of the TFUE). The Eurozone's course towards joint liability – which follows on from the ECB's prior decisions to extend generous refinancing credit to banks by dramatically reducing collateral standards and by deciding to buy government bonds through its SMP and OMT programmes – does not lead to the establishment of a federal state in the real sense of the word, i. e. to a union of equals who by their own will decide to come together and provide mutual assistance. [...] Those who advocate redistribution through the introduction of a fiscal union should be warned by the fate of the Soviet Union. [...] The USA and Switzerland, and not the Soviet Union, should be regarded as models for Europe. [...] Like the US, Switzerland is based on the no-bailout principle and has little redistribution between the regions. [...] In the USA and Switzerland, the central governments cannot effectively limit the budgets of individual states or cantons. Instead, the regional bodies are left to settle up with their creditors alone if they have overcommitted themselves, and are ultimately left to declare insolvency. As paradoxical as this may sound, the risk of insolvency in fact is the stabilizing principle that holds everything together, because it invokes sufficient debt discipline to avoid insolvency in the first place, or to

keep the debt small enough to make it manageable should an insolvency nevertheless occur. If regional entities borrow too much, investors will ask for higher interest rates, putting a brake on further borrowing and avoiding the kind of inflationary credit bubble that wrecked the southern European and Irish economies. [...] Political agreements among independent states will not be able to exert a similar kind of discipline as markets are able to enforce. It is utopian to believe that opportunistic, abusive behaviour in a debt union can be avoided by establishing a mere fiscal union. [...] The better Europeans are not the romantics, but those who seek realistic solutions that accord with the free will of the people, the laws of economics, and the free decisions of parliaments, without the latter being predetermined by technocratic bodies overstretching their mandate, and solutions that can be applied without a forced redistribution of wealth.⁸⁰

Di recente, considerazioni simili a quelle formulate da Sinn sulla natura delle riforme istituzionali richieste in risposta alla crisi nell'Eurozona sono state formulate anche dalla *Bundesbank* e dal Ministero delle finanze tedesco. Jens Weidmann, l'attuale presidente della Banca centrale tedesca, ne fornisce la seguente sintesi:

La questione decisiva, ora, è come si possono riportare in sintonia la responsabilità e il potere di controllo, o, in altre parole, come si può riformare la cornice istituzionale dell'Unione monetaria in modo tale da darle fondamenta stabili. Sostanzialmente, come si è espresso anche il Comitato scientifico consultivo presso il Ministero delle finanze, esiste la "scelta tra due arrangiamenti istituzionali diametralmente opposti": o si percorre la via che conduce a una integrazione politica più profonda, per esempio una unione fiscale, oppure si sviluppa ulteriormente la cornice istituzionale esistente attraverso il rafforzamento delle regole sulla responsabilità dei singoli paesi membri, facendone il tratto distintivo dell'Unione monetaria. Tuttavia, l'istituzione di una unione fiscale non può limitarsi semplicemente ad ampliare la responsabilità solidale, perché, in tal caso, si tratterebbe di una vera e propria unione dei trasferimenti (*Transferunion*). L'istituzione di una vera unione fiscale richiederebbe che gli stati membri trasferissero la loro sovranità a livello comunitario, per esempio riconoscendo alla comunità i diritti necessari all'intervento nei casi di insolidità delle finanze statali. Ma, a mio giudizio, in questo momento la disponibilità a una autentica rinuncia alla sovranità, che rappresenta la premessa per l'istituzione di una unione fiscale, non esiste, e nemmeno se ne intravede l'esistenza in prospettiva futura – sia tra le popolazioni che tra i governi. Al contrario: gli stati membri continuano a insistere sulla loro sovranità decisionale decentrata.⁸¹

⁸⁰ Sinn (2014a), pp. 354, 356-359.

⁸¹ Weidmann (2014), p. 6.

PARTE SECONDA

**L'Europa di Maastricht tra ritorno ai principi
dell'economia 'classica' pre-keynesiana e
influenze neoliberali tedesche degli anni '30**

CAPITOLO 4

La concezione tedesca del ruolo dello Stato in economia

1. Introduzione

Per vari aspetti, sia la lettura delle cause della crisi che i rimedi postulati per la sua soluzione dall'ortodossia accademica e dai responsabili della politica economica tedeschi (*Bundesbank* e Ministero delle finanze) sono figli di concezioni di teoria e di politica economica e sociale che affondano le loro radici nel periodo tra le due guerre mondiali precedente la pubblicazione della *Teoria generale* di Keynes. La rivisitazione contemporanea di tali concezioni dà conto di una visione del ruolo dello Stato in economia che rivela appieno la natura dell'accordo stipulato a Maastricht e l'influenza tedesca sullo stesso, smascherando la fragilità del compromesso franco-tedesco sulla nascita dell'UEM raggiunto dopo la caduta del Muro di Berlino e la conseguente riunificazione tedesca.

In base alla cosiddetta 'teoria del coronamento' (*Krönungstheorie*), la Germania insisteva affinché l'introduzione della moneta unica avvenisse soltanto dopo il completamento di una unione politica e fiscale.¹ Tuttavia, come mostra la posizione di Hans-Werner Sinn relativa alla eventuale, futura costituzione degli Stati Uniti d'Europa illustrata in chiusura di terzo capitolo, dal punto di vista tedesco, l'unione fiscale avrebbe dovuto essere il riflesso di una federazione europea 'minimalista'. La politica fiscale federale europea avrebbe infatti dovuto funzionare esclusivamente da assicurazione preventiva contro shock economici esogeni che producono conseguenze asimmetriche, e quindi non come uno strumento destinato a poter incidere sul livello della domanda aggregata nei singoli paesi membri dell'Unione. Insomma, nel lungo periodo, la politica fiscale federale europea avrebbe dovuto essere del tutto neutra dal punto di vista distributivo. Questa posizione riflette il rifiuto tedesco di una Unione basata su trasferimenti di reddito dal centro alla 'periferia', ovvero il rifiuto di quella che in Germania viene definita in modo peggiorativo come una *Transferunion*.²

¹ A questo proposito, nel 1991 Helmut Kohl dichiarava che: "It cannot be said often enough: the political union is the indispensable counterpart to the economic and monetary union. Recent history teaches us that the notion that it would be possible to sustain an economic and monetary union without political union is absurd." (citato in Sinn (2014a), p. 27)

² Sinn ricorda che in occasione di un celebre discorso tenuto al *Bundestag* nell'aprile del 1998, a poco più di un anno dalla introduzione della moneta unica, Helmut Kohl volle rassicurare l'auditorio sui contenuti del Trattato di Maastricht, ripetendo due volte di fila con tono solenne le seguenti parole: "According to the treaty rules, the euro community shall not be liable for the commitments of its member states and there will be no additional financial transfers." (citato in Sinn 2014a), p. 21)

La Francia era contraria a questa impostazione, perché guidata da una filosofia economica che, nel secondo dopoguerra, non era più ispirata alla sua vecchia tradizione liberale, ma a una visione decisamente più favorevole all'interventismo statale in economia. Esattamente l'opposto di quanto era avvenuto in Germania, dove l'esperienza nazionalsocialista aveva portato a una reazione di ispirazione neolibérale.³

Alla fine, con il Trattato di Maastricht la Francia riuscì ad ancorare il neonato 'gigante' tedesco ai destini del processo di integrazione europea, sottraendogli anche l'egemonia sulla politica monetaria europea esercitata dalla *Bundesbank* durante gli anni dello SME. Pertanto, la Germania pagò il via libera alla riunificazione del paese, inizialmente osteggiata dal Presidente francese Mitterand, con l'abbandono del marco tedesco. Tuttavia, il Trattato di Maastricht ha dato vita a una Unione basata su una filosofia economica lontana da quella francese e fortemente influenzata dalla tradizione neolibérale tedesca.

Negli anni precedenti lo scoppio della crisi, le differenze filosofico-culturali sul ruolo dello Stato in economia sono rimaste ai margini, perché i maggiori attori politici ed economici del continente erano convinti di poter interpretare le norme dei trattati europei nel senso a loro più congeniale.⁴ Dopo lo scoppio della crisi, tuttavia, i margini di interpretazione dei trattati europei sono venuti meno, mentre i margini di discrezionalità in materia di politica fiscale e di politica sociale dei paesi membri dell'Unione sono stati ridotti ai minimi termini, se non addirittura azzerati, come nel caso dei paesi assoggettati alle condizionalità previste per l'adesione ai programmi di sostegno finanziario orchestrati dalla Commissione europea, dalla Bce e dal Fmi e per gli interventi calmieranti della Bce sul mercato secondario dei titoli di Stato.

Se si tiene conto dei fondamenti di teoria e di politica economica e sociale sottostanti l'accordo di Maastricht, non sorprendono né l'attribuzione della crisi a cause esogene legate alle responsabilità del settore pubblico né le modalità di gestione della crisi stessa.

2. Nuovo 'consenso' macroeconomico e trattati europei

In conseguenza della stagflazione sperimentata dalle economie occidentali all'inizio degli anni '70 del secolo scorso, la crisi del modello 'keynesiano' della *sintesi neoclassica*

³ Sull'evoluzione delle contrapposte filosofie economiche di Francia e Germania si veda Brunnermeier, James e Landau (2016, Capitolo 4).

⁴ Brunnermeier, James e Landau (2016, p. 85) citano le parole dell'ex alto funzionario della Banca centrale olandese André Szász, secondo cui, già ai tempi del rapporto Werner, il processo di integrazione europea rappresentava: "[...] a compromise not in the sense that member states resolved their differences by meeting each other on intermediate positions, but rather they agreed on documents which they felt left them free to continue to push for their own preference."

e l'affermazione del monetarismo hanno sancito il ritorno alla fede nei principi dell'economia 'classica' accolti universalmente sino allo scoppio della Grande depressione. La visione sulle modalità di funzionamento delle economie capitaliste che ha fatto da sfondo alla nascita dell'UEM si inserisce così a pieno titolo nel solco di un *Nuovo 'consenso' macroeconomico* che si è sviluppato nel corso degli anni '90 del secolo scorso e che trova ampia ispirazione nella controrivoluzione monetarista e nelle sue successive evoluzioni. Come vedremo in maggiore dettaglio nella terza parte di questo lavoro, secondo il nuovo 'consenso' macroeconomico che ha dominato la professione economica durante gli anni della cosiddetta Grande moderazione:

- esiste un equilibrio economico 'naturale' di medio periodo determinato dai fattori reali (preferenze individuali, dotazioni di capitale e di lavoro, tecnologie di produzione) che influenzano la capacità di offerta del sistema;
- a causa delle 'rigidità' e delle 'imperfezioni' che frenano l'aggiustamento istantaneo dei prezzi sul mercato del lavoro e sul mercato dei beni, politiche macroeconomiche che stimolano l'espansione della domanda aggregata possono spingere il livello della produzione e dell'occupazione oltre il loro livello 'naturale', ma soltanto al prezzo di una continua crescita del tasso di inflazione;
- poiché non esiste una curva di Phillips di lungo periodo che esprime un *trade-off* permanente tra il livello dell'inflazione e quello della disoccupazione (o del reddito), l'obiettivo primario, se non addirittura esclusivo, delle autorità di politica economica non può che consistere nella stabilizzazione del tasso di inflazione. A tal fine, esse sono chiamate a reagire a shock esogeni che colpiscono il lato della domanda o quello dell'offerta aggregata attraverso politiche di gestione della domanda aggregata che consentano di mantenerne il livello in linea con il potenziale produttivo del sistema. Così facendo, le autorità di politica economica offrono il miglior contributo possibile alla corretta utilizzazione delle risorse disponibili e, quindi, alla crescita economica;⁵

⁵ A questo proposito, si consideri la seguente dichiarazione resa da Alan Greenspan davanti a una Commissione senatoriale degli Stati Uniti nel mese di maggio del 1994: "[...] it is germane to ask what economic policymakers can do to foster faster growth of aggregate supply and thereby raise the threshold of resource utilization. [...] [Policymakers] can reinforce ongoing trends in the private sector that enhance our productive potential by helping to create a stable environment for sustainable noninflationary economic growth. Stability in economic conditions boosts confidence and makes long-range planning by businesses and households much easier. In that regard, the maintenance of inflation sufficiently low that it need not be a factor in business and consumer decisionmaking enhances the operation of the market price mechanism and helps to ensure that resources are used most productively. Inflation interferes with such price signals and spawns the wasteful use of resources to hedge against unexpected price changes. Experience both here and abroad suggests that lower levels of inflation are conducive to the achievement of greater productivity and efficiency and, therefore, higher standards of living." (Greenspan (1994), p. 12)

- per spostare il sistema su un più elevato sentiero di equilibrio ‘naturale’, la migliore garanzia viene da politiche strutturali che, rimuovendo gli ostacoli alla competizione tra capitali e tra lavoratori, consentono l’utilizzo pieno e ottimale delle risorse esistenti.

Allsopp e Vines (2005, 2015) sottolineano che, in linea di principio, per gestire il livello della domanda aggregata ai fini della stabilizzazione del tasso di inflazione, possono essere utilizzati sia gli strumenti della politica monetaria che quelli della politica fiscale. Tuttavia, essi osservano che la politica fiscale presenta degli inconvenienti che le fanno preferire la politica monetaria. In primo luogo, infatti, l’efficacia della politica fiscale è limitata sia dai ritardi associati al processo decisionale che la accompagnano sia da quelli legati alla sua messa in atto vera e propria. In secondo luogo, in passato, l’uso distorto della politica fiscale ha spesso condotto a persistenti deficit di bilancio e alla crescita del debito pubblico. Infine, è difficile depoliticizzare la politica fiscale. Da questo punto di vista, è molto più facile delegare la politica monetaria a una banca centrale indipendente, isolata dalle influenze politiche, che non delegare la politica fiscale a un comitato di gestione indipendente.

Pertanto, una politica macroeconomica coerentemente diretta alla stabilizzazione del tasso di inflazione implica forme di coordinamento caratterizzate dal dominio della politica monetaria su quella fiscale:

[...] if the fiscal authorities are the dominant player and can move first - thus setting fiscal policy exogenously, knowing that the monetary authorities will be forced to accommodate their policies to maintain the long-run government budget constraint - then fiscal policy will determine the inflation rate. [...] On the other hand, [...] if the monetary authorities are the dominant player and move first, then it will be fiscal policy that will accommodate in order to satisfy the long-run government budget constraint and monetary policy will determine the inflation rate. An institutional commitment to price stability as the overriding, long-run goal, is just one way to ensure that monetary policy moves first and dominates, forcing fiscal policy to align with monetary policy.⁶

Allsopp e Vines (2015, pp. 293-294) quindi concludono che, nell’ambito del quadro concettuale del nuovo ‘consenso’ macroeconomico, il ruolo della politica fiscale consiste nel garantire la sostenibilità di lungo periodo del debito pubblico e di facilitare i compiti assegnati alle autorità monetarie attenuando le fluttuazioni di breve periodo del reddito e dell’occupazione, ma soltanto attraverso l’operare degli stabilizzatori automatici.⁷

⁶ Mishkin (2000), pp. 3-4.

⁷ “If fiscal policy is set for the medium term - over the cycle - it implies that the fiscal stabilizers are allowed to operate as shocks occur and as fluctuations in GDP arise. In turn, this affects the

In definitiva, negli ultimi trent'anni, si è assistito al completo rovesciamento degli obiettivi macroeconomici propugnati dagli economisti della ortodossia 'keynesiana' della sintesi neoclassica fino alla metà degli anni '70 del secolo scorso, e a un capovolgimento nell'uso degli strumenti di politica economica considerati più idonei al loro conseguimento: le politiche di *fine-tuning* dirette ad assicurare la piena occupazione principalmente attraverso l'influenza degli strumenti di politica fiscale sulla domanda aggregata sono oggi state sostituite da politiche di *ultra fine-tuning* della spesa aggregata volte a garantire la stabilità dei prezzi attraverso la manovra dei tassi di interesse ufficiali controllati dalle autorità monetarie.

In Germania, il pensiero keynesiano non è mai riuscito a fare davvero breccia, se non a livello superficiale o in alcune nicchie accademiche.⁸ Tuttavia, anche in Germania vi è stata una stagione, il periodo che va dal 1967 al 1982, in cui la condotta della politica macroeconomica è stata influenzata dal consenso 'keynesiano' della sintesi neoclassica. Durante gli anni '50 e '60 del secolo scorso i governi tedeschi non hanno mai fatto ricorso a politiche congiunturali discrezionali orientate allo stimolo della domanda aggregata. Ma, per la prima volta dal 1948, nel 1966 l'economia tedesca smise di crescere e venne registrato un aumento della disoccupazione. In conseguenza di questi avvenimenti, nel novembre del 1966 entrò in carica il governo del cancelliere Kiesinger, il primo governo tedesco retto da una grande coalizione tra i socialdemocratici e i cristiano-democratici. Figura centrale del neo-costituito governo Kiesinger era il nuovo ministro dell'economia Karl Schiller, le cui idee 'keynesiane' furono di ispirazione per l'approvazione della legge sulla stabilità e la crescita (*Stabilitäts- und Wachstumsgesetz*) nel 1967. Questa legge si basava sul concetto di 'regolazione globale' (*Globalsteuerung*), ovvero sull'idea che il governo federale e i governi dei *Länder* fossero responsabili per l'adozione di misure dirette alla contemporanea realizzazione di quattro obiettivi macroeconomici: la stabilità dei prezzi, la crescita economica, la piena occupazione e l'equilibrio dei conti con l'estero (il cosiddetto 'quadrilatero magico' (*magisches Viereck*)). Lo strumento indicato per la realizzazione di questi obiettivi era il *fine-tuning* del livello della domanda aggregata (Gaul (2008), p.10).

Alla fine degli anni '60 del secolo scorso, anche la politica monetaria della *Bundesbank* era influenzata dalla strategia macroeconomica definita dalla legge sulla stabilità e la crescita del 1967, tanto che la Banca centrale tedesca cessò di perseguire esclusivamente l'obiettivo della stabilità dei prezzi per privilegiare politiche

appropriate degree of monetary activism. In practice, the fiscal stabilizers are large: a 1 per cent change in GDP feeds through to about an 0.5 per cent of GDP change in the government's budget position in most European countries. This degree of fiscal stabilization implies that monetary policy needs to do less work than otherwise in the face of shocks to the economy." (Allsopp e Vines (2000), p. 27)

⁸ Per una analisi sulle ragioni della mancata penetrazione del pensiero keynesiano in Germania si veda Allen (1989).

monetarie dirette al sostegno del livello dell'occupazione (Richter (1999), pp. 48-50). Tuttavia, a seguito del primo shock petrolifero provocato dallo scoppio della guerra dello *Yom Kippur* nell'ottobre del 1973, anche la Germania sperimentò la stagflazione. Inoltre, il crollo del sistema internazionale a cambi fissi di Bretton Woods offrì alla *Bundesbank* l'opportunità di poter controllare le condizioni monetarie domestiche libera da condizionamenti esterni e di sganciarsi dalla strategia di 'regolazione globale', per tornare a perseguire unicamente l'obiettivo primario di "regolare la quantità della moneta e del credito allo scopo di salvaguardare la valuta nazionale" prescritto nell'articolo 3 della sua legge istitutiva emanata nel 1957. A tal fine, nel dicembre del 1974 la *Bundesbank* annunciò l'introduzione di una politica di *monetary targeting*, abbracciando così i precetti del monetarismo, che, dall'inizio degli anni '70, avevano già rapidamente conquistato i più importanti circoli accademici tedeschi (Janssen 2006, Richter 1999). La *Bundesbank* è poi rimasta fedele a questa impostazione sino a quando, nel gennaio del 1999, come tutte le altre banche centrali dei paesi membri dell'Unione europea che hanno adottato l'euro, ha ceduto le proprie competenze di politica monetaria e di politica del cambio alla Bce.

Con la fine degli anni '70, in Germania il ricorso a politiche fiscali discrezionali dirette allo stimolo della domanda aggregata è proseguito con sempre minore convinzione, sino al loro abbandono nel 1982, quando terminò l'esperienza del governo di coalizione tra i socialdemocratici e il partito liberale guidato dal cancelliere Schmidt. Con l'avvento dell'era Kohl, la politica economica tedesca ha seguito il corso inaugurato dai governi Thatcher e Reagan in Gran Bretagna e negli Stati Uniti.

Nel clima intellettuale alimentato dalla crisi della sintesi neoclassica e dall'ascesa del monetarismo, in Germania l'idea che il sistema economico possa essere spostato su un più elevato sentiero di crescita soltanto attraverso politiche strutturali che incidono sul lato dell'offerta aggregata è stata patrocinata non soltanto dalla *Bundesbank*, ma anche dal Consiglio degli esperti economici (*Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*) istituito da Ludwig Erhard nel 1963 perché fornisse delle valutazioni pubbliche sulla politica economica condotta dal governo tedesco. Già nel suo rapporto annuale del 1976, lo stesso anno in cui negli Stati Uniti Herbert Stein coniò il termine *Supply-side Economics*, successivamente reso popolare dalla amministrazione Reagan, il *Sachverständigenrat* (SVR) auspicava il passaggio dalle politiche di sostegno alla domanda aggregata ispirate al concetto di 'regolazione globale' (*Globalsteuerung*) alle politiche strutturali di sostegno alla capacità di offerta del sistema (*Angebotspolitik*).

Ma, in Germania, la vera svolta di politica economica si ebbe nel 1982, quando, con la collaborazione di Otto Schlecht e Hans Tietmeyer, l'allora ministro dell'economia appartenente al partito liberale tedesco Otto Graf Lambsdorff sottopose al Cancelliere Schmidt una nuova piattaforma politico-economica

racchiusa in un documento intitolato 'Programma per una politica diretta al superamento della crescita debole e alla lotta alla disoccupazione' (*Konzept für eine Politik zur Überwindung der Wachstumsschwäche und zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit*), maggiormente noto come 'Documento Lambsdorff' (*Lambsdorff Papier*). Il *Lambsdorff Papier* sollecitava un drastico cambio di rotta della politica economica tedesca basato sul contenimento della spesa sociale, sulla riforma del mercato del lavoro, su una riforma fiscale che favorisse la propensione agli investimenti delle imprese e sul consolidamento delle finanze pubbliche. Nel settembre del 1982, la pubblicazione del *Lambsdorff Papier* causò la caduta del governo presieduto da Schmidt. Sotto la guida di Helmut Kohl, il nuovo governo di coalizione formato dai cristiano-democratici e dai liberali, entrato in carica nell'ottobre del 1982, realizzò la riforma fiscale e impose la stretta di bilancio auspicate nel *Lambsdorff Papier*. Tuttavia, come abbiamo visto nel secondo capitolo, le riforme del sistema di sicurezza sociale e del mercato del lavoro sono state realizzate soltanto a partire dal 2003, nel quadro della cosiddetta *Agenda 2010* promossa dal governo di coalizione tra i socialdemocratici e il partito dei verdi retto da Gerhard Schröder.⁹

Sulla scia di questi sviluppi, durante i negoziati che hanno preceduto la firma del Trattato di Maastricht, Kohl accettò di rinunciare alla solidità del marco e alla stabilità monetaria garantita dalla *Bundesbank*, ma soltanto a condizione che la politica macroeconomica all'interno dell'UEM sarebbe stata ispirata ai più rigorosi criteri di disciplina monetaria e fiscale.

Tali criteri sono accolti e codificati nei due trattati su cui si fonda l'Unione europea, il Trattato sull'Unione europea (TUE) e il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE).¹⁰

In base all'articolo 3, terzo comma del TUE:

L'Unione instaura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su una economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente. Essa promuove il progresso scientifico e tecnologico.

Più avanti torneremo sul concetto di *economia sociale di mercato*, per collocarne le origini nel pensiero neoliberale tedesco degli anni '30 del secolo scorso. Per ora, seguiamo Vladimiro Giacché (2015) per sottolineare che tra gli obiettivi elencati nell'articolo 3, comma tre del TUE l'obiettivo della stabilità dei prezzi precede gli

⁹ Sul cambio di indirizzo nella politica economica tedesca avvenuto tra la metà degli anni '70 e l'inizio degli anni '80 del secolo scorso si confrontino Feld (2013) e Sievert (2003).

¹⁰ Per una versione consolidata dei due trattati, si veda il rinvio alla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea (2012) inserito in bibliografia.

obiettivi della piena occupazione e del progresso sociale. Il testo dell'articolo 119 (commi primo e secondo) contenuto nel Titolo VIII del TFUE, quello dedicato alla politica economica e monetaria, conferma in modo inequivocabile l'esistenza di una gerarchia tra gli obiettivi perseguiti dall'Unione:

1. Ai fini enunciati all'articolo 3 del trattato sull'Unione europea, l'azione degli Stati membri e dell'Unione comprende, alle condizioni previste dai trattati, l'adozione di una politica economica che è fondata sullo stretto coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri, sul mercato interno e sulla definizione di obiettivi comuni, condotta conformemente al principio di una economia di mercato aperta e in libera concorrenza.
2. Parallelamente, alle condizioni e secondo le procedure previste dai trattati, questa azione comprende una moneta unica, l'euro, nonché la definizione e la conduzione di una politica monetaria e di una politica del cambio uniche, che abbiano l'obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi e, fatto salvo questo obiettivo, di sostenere le politiche generali nell'Unione conformemente al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza.

La priorità attribuita all'obiettivo della stabilità dei prezzi con l'istituzione della moneta unica trova ulteriore conferma nell'articolo 127, comma 1 del TFUE, l'articolo che apre le disposizioni indirizzate specificatamente alla politica monetaria:

L'obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali, in appresso denominato "SEBC", è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche generali dell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del trattato sull'Unione europea. Il SEBC agisce in conformità del principio di una economia aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse e rispettando i principi di cui all'articolo 119.

Come si può notare, il primo comma dell'articolo 127 del TFUE stabilisce anche un legame tra la condotta della politica monetaria della Bce e l'efficienza dei meccanismi di allocazione delle risorse all'interno dell'Unione. Un riferimento, questo, che rimanda alla necessità di una corrispondenza tra la scarsità delle risorse reali e la scarsità delle disponibilità monetarie invocata da Hans-Werner Sinn.

Nel TFUE, il primato attribuito al perseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi si sostanzia in una serie di norme volte a garantire la disciplina fiscale degli stati membri:

- l'articolo 123 che vieta il finanziamento monetario dei disavanzi di bilancio;
- l'articolo 125 che contiene la cosiddetta clausola di *no bailout*;
- l'articolo 126 che fa divieto ai Stati membri di incorrere in deficit eccessivi, e

- l'articolo 130 che stabilisce l'indipendenza della Bce.¹¹

Inoltre, nel 1997 il Consiglio europeo ha adottato una risoluzione e due regolamenti che istituiscono e definiscono gli aspetti tecnici del cosiddetto Patto di stabilità e crescita (PSC), con l'obiettivo di garantire la disciplina di bilancio anche dopo l'introduzione della moneta unica.

La separazione tra la politica fiscale e la politica monetaria¹² è tesa a evitare che gli Stati membri dell'Unione possano finanziare i debiti pubblici attraverso la creazione di nuova moneta da parte della banca centrale, obbligandoli così a sottostare alle valutazioni di convenienza del mercato dei capitali.

I principi di politica macroeconomica definiti dai trattati su cui si fonda l'Unione europea descrivono un quadro che, implicitamente, attribuisce un peso significativo alle politiche di riforma strutturale che incidono sulla capacità di offerta del sistema. Questa circostanza trova conferma in un articolo sulle linee di condotta della politica monetaria nell'Eurozona pubblicato dalla Bce nel suo bollettino mensile del mese di gennaio del 1999:

[...] il Consiglio direttivo della BCE è molto preoccupato dall'attuale alto livello di disoccupazione nell'area dell'euro. Tuttavia, le cause di questo problema sono, in modo preponderante di natura strutturale. Esso trova origine principalmente nella rigidità dei mercati del lavoro e dei beni nell'area dell'euro, derivante in parte da una eccessiva o inappropriata regolamentazione. Le riforme economiche strutturali atte a ridurre tali rigidità sono la giusta risposta di politica economica. [...] Politiche strutturali efficaci nell'area nel suo insieme aumenterebbero il ritmo di crescita di lungo periodo, e di ciò l'Eurosistema terrebbe naturalmente conto nella strategia di politica monetaria.¹³

¹¹ "Nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dai trattati e dallo statuto del SEBC e della BCE, né la Banca centrale europea né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni, gli organi e gli organismi dell'Unione nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti."

¹² Come è noto, in Italia la separazione tra politica monetaria e politica fiscale si era consumata già nel 1981 con il cosiddetto 'divorzio' tra la Banca d'Italia e il Tesoro a opera del ministro del Tesoro Beniamino Andreata e del governatore della Banca d'Italia Carlo Azeglio Ciampi. Anche in quell'occasione si intendeva ridurre potenziali tensioni inflazionistiche che mal si conciliavano con l'adesione dell'Italia al sistema di cambi fissi istituito con il Sistema monetario europeo (SME).

¹³ BCE (1999a), pp. 41-42.

3. L'Eurozona come moderna reincarnazione del *gold standard*

In un libro di recente pubblicazione dedicato a una analisi comparata della Grande depressione e della Grande recessione, Barry Eichengreen sottolinea che le due grandi crisi economico-finanziarie dell'epoca moderna si caratterizzano per una serie di similitudini, tra le quali anche il ruolo di trasmissione e di amplificazione degli effetti prodotti dalle bolle immobiliari, azionarie e creditizie svolto dal *gold standard* nella seconda parte degli anni '20 del secolo scorso e dall'Eurosistema ai giorni nostri. In sede di introduzione del suo libro Eichengreen infatti scrive:

This is a book about financial crises. [...] It is about the Great Recession of 2008-09 and the Great Depression of 1929-1933, the two great financial crises of our age. That there are parallels between these episodes is well known [...]. The 1920s saw a real estate boom in Florida and in the commercial property markets of the Northeast and NorthCentral regions of the United States to which early-twenty-first-century property booms in the United States, Ireland and Spain bore a strong family resemblance. There was the sharp increase in stock valuations, reflecting heady expectations of the future profitability of trendy information-technology companies, Radio Company of America (RCA) in the 1920s, Apple and Google eighty years later. There was the explosive growth of credit fueling property and asset-market booms. There was the development of a growing range of what might politely be called dubious practices in the banking and financial system. There was the role of the gold standard after 1925 and the euro system after 1999 in amplifying and transmitting disturbances.¹⁴

Le premesse che avrebbero dovuto garantire il processo di crescita dei paesi membri dell'Eurozona illustrate all'inizio del secondo capitolo coincidono con quelle che, secondo la mentalità dell'epoca, stavano alla base della crescita dei paesi che, nel periodo che va dal 1870 sino alla vigilia della prima guerra mondiale, facevano parte del cosiddetto *gold standard* 'classico':

[...] educated Britons, and their counterparts in other countries, saw markets of worldwide scope as the normal state of affairs. Businessmen, bankers and their professional offspring moved easily among cities from Moscow to Chicago, or at least from Berlin to New York. The gold standard symbolised the mentality and patterns of conduct of these intellectual and economic elites. It was integral to the emergence of what Keynes referred to as 'the investing class', for whom saving and investment were both a duty and a delight. 'The morals, the politics, the literature, and the religion of the age joined in a grand conspiracy for the promotion of saving. God and Mammon were reconciled.' More concretely, saving and investing were encouraged by the stability of money values. The gold standard, which promised stable prices and restrained

¹⁴ Eichengreen (2015), pp. 1, 3.

the financial freedom of governments, was the guarantor that thrift would be rewarded. As an international system, it stabilised exchange rates worldwide. And this exchange rate stability encouraged unprecedented levels of foreign investment. That countries like Britain and France had invested a quarter to a third of their savings abroad, fuelling the expansion of the international economy, was a consequence of the gold standard and at the same time a powerful support of it.¹⁵

Eichengreen (1996, p. 372) sottolinea che, negli anni del *gold standard* ‘classico’, i capitali, che erano del tutto liberi di muoversi da paese a paese, finanziavano gli squilibri di parte corrente dei paesi in deficit, ma soltanto a condizione che tali squilibri fossero sostenibili. La sostenibilità degli squilibri di parte corrente era garantita dalle ‘regole del gioco’ del *gold standard*, perché, in presenza di un regime monetario internazionale in cui ogni valuta nazionale era ancorata a una parità fissa con l’oro, vincoli espliciti in materia di politica monetaria e vincoli impliciti sulla politica fiscale impedivano che l’inflazione erodesse la competitività delle merci di un paese sui mercati internazionali. In un mondo caratterizzato dalla apertura agli scambi commerciali e dalla perfetta mobilità dei capitali, l’adesione a un sistema di cambi fissi quindi implicava che le relazioni tra Stato e mercato all’interno di ciascuna nazione si conformassero ai principi di funzionamento delle economie di mercato postulati dagli economisti neoclassici.

Friedrich von Hayek ha descritto l’effetto disciplinante derivante dall’adesione a un sistema di cambi fissi nel modo seguente:

[...] L’argomento più forte a favore dei tassi di cambio fissi [è] che essi rappresentano il freno, praticamente insostituibile, di cui abbiamo bisogno per costringere i politici, e le autorità monetarie responsabili nei loro confronti, a preservare la stabilità della moneta. Per mantenere invariato il valore della moneta ed evitare l’inflazione, i politici devono prendere continuamente misure altamente impopolari, che essi sono in grado di giustificare agli occhi delle persone che ne sono colpite solo mostrando che il governo è stato costretto a prenderle. Fintanto che il mantenimento del valore esterno della moneta nazionale è considerato una necessità indiscutibile, come accade con un regime di cambi fissi, i politici possono resistere alle continue richieste che venga erogato credito a buon mercato, che non vengano innalzati i tassi di interesse, che vengano effettuate maggiori spese per «lavori pubblici», e così via. Con i tassi di cambio fissi una caduta del valore esterno della moneta o un deflusso d’oro o di riserve di valuta estera agivano come segnali indicanti la necessità di un’immediata azione governativa. Con i tassi di cambio flessibili l’effetto di un aumento della quantità di moneta sul livello dei prezzi interni è troppo lento perché la gente lo percepisca come un utile indicatore o perché ne attribuisca la responsabilità a coloro che, in ultima analisi, ne sono effettivamente responsabili. Inoltre, l’inflazione dei prezzi è generalmente

¹⁵ Eichengreen e Temin (2000), pp. 186-187.

preceduta da un aumento dell'occupazione, che è naturalmente visto con favore; è quindi persino possibile che l'inflazione venga accolta favorevolmente, in quanto i suoi effetti negativi risultano visibili solo dopo un certo tempo. [...] Ma a lungo andare non credo che si possa recuperare la stabilità del sistema monetario internazionale senza ritornare ad un sistema di tassi di cambio fissi, che impone alle banche centrali dei vari paesi quei vincoli che sono essenziali se esse vogliono resistere con successo alle pressioni delle forze orientate in senso inflazionistico nei rispettivi paesi – inclusi, abitualmente, i Ministri delle Finanze.¹⁶

In verità, Eichengreen (1996, pp. 376-377) ricorda che ai tempi del *gold standard* 'classico' le pressioni per l'adozione di politiche macroeconomiche espansive erano ridotte. Ridotta, pertanto, era anche la possibilità che i paesi partecipanti al *gold standard* sperimentassero fenomeni inflazionistici che li avrebbero privati in modo permanente della loro competitività esterna. Questa circostanza dipendeva dal fatto che, all'epoca, non esisteva alcuna teoria articolata sul ruolo potenzialmente stabilizzante della politica fiscale, che, generalmente, veniva quindi condotta seguendo il precetto 'classico' del pareggio di bilancio.¹⁷ Di conseguenza, anche i rischi di una politicizzazione della politica monetaria erano molto minori di quanto non lo sarebbero stati in epoche successive.

Nei rari casi in cui un governo perdeva il controllo sulla politica fiscale o sulla propria capacità di pagare gli interessi sul debito pubblico, di regola a causa di circostanze legate a eventi bellici, esso poteva ricorrere all'opzione di una temporanea uscita dal *gold standard*, con l'impegno implicito di un successivo rientro alle condizioni vigenti prima dell'uscita stessa.¹⁸

¹⁶ Hayek (1975c) [1988], pp. 483-484. La citazione di Hayek è tratta dai contenuti di una conferenza tenuta nel febbraio del 1975 presso l'Accademia Nazionale dei Lincei a Roma in occasione della celebrazione del centesimo anniversario della nascita di Luigi Einaudi.

¹⁷ James Buchanan e Richard Wagner offrono la seguente descrizione dei principi fiscali 'classici': "[...] i principi pre-keynesiani o 'classici' trovano probabilmente la loro migliore sintesi nell'analogia tra lo stato e la famiglia. Una saggia condotta fiscale da parte di uno stato veniva concepita essenzialmente allo stesso modo di quella di una famiglia o di un'impresa. La parsimonia, non la prodigalità, era accettata come virtù cardinale e questa regola assunse la sua forma concreta nel principio, generalmente accettato, secondo cui i bilanci pubblici dovevano essere chiusi in pareggio, se non in avanzo, e che i disavanzi dovevano essere tollerati solo in circostanze straordinarie. Disavanzi considerevoli e prolungati erano considerati il sintomo di follia fiscale. I principi di corretta gestione degli affari potevano allo stesso modo applicarsi alla gestione fiscale dello stato. Quando le spese in conto capitale erano finanziate tramite debito, si dovevano creare e mantenere i fondi di ammortamento. [...] I principi fiscali classici o pre-keynesiani, in altre parole, ammettevano un avanzo di bilancio in tempi normali per disporre di un cuscino per tempi più travagliati." (Buchanan e Wagner (1977) [1997], pp. 23-25)

¹⁸ "The gold standard was based on a contingent rule [...]. In some unusual circumstances, above all the event of a major war, the commitment to gold convertibility would be temporarily suspended, but with an expectation of an eventual return to convertibility without a change in the exchange rate on the restoration of 'normalcy'. The model for this behavior was given by the British example, in which convertibility was suspended in the French Revolutionary War in 1797,

Il mondo del *gold standard* ‘classico’ venne sconvolto dalla Prima guerra mondiale. Di conseguenza, vennero meno le condizioni che avevano consentito di subordinare, sempre e comunque, le politiche macroeconomiche al mantenimento delle parità auree:

[...] numerosi cambiamenti politici ed economici sconvolsero la configurazione del potere politico in carica prima del 1913. Adottando la strategia corporativa per assicurare la pace sociale, i governi incoraggiarono durante la guerra la diffusione del sindacalismo. Questioni rimaste precedentemente estranee alla sfera politica, quali la determinazione dei livelli dei salari e dell’occupazione, entrarono improvvisamente in quell’ambito. L’ampliamento del diritto di voto e la crescita dei partiti politici dominati dalle classi lavoratrici intensificarono le pressioni perché la politica economica si ponesse obiettivi occupazionali. Quando gli obiettivi in tema di occupazione e di bilancia dei pagamenti si trovavano in conflitto, non fu più chiaro quale tra essi avrebbe prevalso. Nacquero dubbi sulla credibilità degli impegni relativi all’oro. I capitali non fluirono più necessariamente in direzioni stabilizzanti; potevano fare il contrario, intensificando le pressioni sui paesi che andavano perdendo riserve. L’erosione della credibilità rese il sistema – tra le due guerre – sempre più vulnerabile agli shock destabilizzanti. Le decisioni delle banche centrali, considerate a lungo arcane, divennero farina del mulino della politica. Le autorità monetarie vennero attaccate dalla sinistra in quanto portatrici di perverse e antiche dottrine monetarie e da destra perché si arrendevano alle richieste delle masse, perdendo così larga parte dell’isolamento di cui avevano un tempo goduto. Nei casi in cui l’indipendenza delle autorità monetarie fu più gravemente compromessa, si ebbero episodi esplosivi di inflazione. Incapaci di portare in pareggio i conti dello Stato, i politici arruolarono i torchi monetari delle banche centrali per finanziare i disavanzi. [...] I responsabili della politica fiscale in generale godevano di ancora minore autonomia rispetto alle pressioni politiche dei loro omologhi delle banche centrali. La guerra sconvolse le convenzioni relative alla distribuzione dell’onere fiscale vigenti prima del 1913. Il livello e la composizione della pressione fiscale vennero radicalmente modificati, con una redistribuzione dei redditi radicale. [...] In mancanza di un consenso sulla distribuzione dell’onere fiscale, non era affatto certo che si sarebbero riscosse maggiori imposte o che si sarebbe tagliata la spesa per difendere il gold standard; e ne fu vittima la credibilità.¹⁹

and restored in 1817 (at the old parity). Britain followed this model in 1914, with a return to the old parity in 1925. The rule is contingent in the sense that the public understands that the suspension will only last for the duration of the wartime emergency plus some period of adjustment. It assumes that afterwards the government will follow the deflationary policies necessary to resume payments at the original parity. In the gold standard, the major fiscal event that would push up debt temporarily was war, which had a clearly definable beginning and end.” (Bordo e James (2013), pp. 4-5). Per approfondimenti sui meccanismi di funzionamento del gold standard ‘classico’ si vedano Eichengreen e Flandreau (a cura di) (1997), Bordo e Kydland (1995), McKinnon (1996) e Eichengreen (2008, Capitolo 2).

¹⁹ Eichengreen (1992) [1994], pp. 14-15.

La ricostituzione del *gold standard* appariva l'unica soluzione per alleviare le pressioni sulle autorità di politica monetaria e fiscale.²⁰ In effetti, a metà degli anni '20 del secolo scorso il *gold standard* venne reistituito, ma secondo Eichengreen esso non solo non garantì l'equilibrio delle bilance dei pagamenti come nel periodo antecedente lo scoppio della prima guerra mondiale, ma fu anche alla base degli eventi che condussero alla Grande depressione:

Attorno alla metà degli anni Venti i conti con l'estero di altri paesi restarono appena bilanciati grazie ai flussi di capitali a lungo termine dagli Stati Uniti. Ma se i prestiti degli Stati Uniti fossero stati interrotti, la intrinseca debolezza dei conti con l'estero di tali paesi sarebbe stata improvvisamente messa in evidenza. Verificandosi perdite di oro e perdite di riserve valutarie, la convertibilità in oro della loro moneta sarebbe stata minacciata. Le banche centrali sarebbero state costrette a restringere il credito all'interno e le autorità fiscali a comprimere la spesa pubblica, anche se comportandosi così avrebbero potuto far piombare la propria economia in una recessione. Ciò è quanto avvenne quando i prestiti dagli Stati Uniti vennero tagliati nell'estate del 1928 a causa di una politica monetaria più restrittiva della Federal Reserve. [...] A partire dal 1928, la Federal Reserve raggiunse la conclusione che un eccesso di speculazione finanziaria [a Wall Street] stesse allontanando la moneta dagli impieghi produttivi e iniziò a rendere più rigorosa la politica monetaria, facendo aumentare la possibilità del verificarsi di una recessione. Tassi di interesse costantemente crescenti, all'interno, fecero diminuire i prestiti americani all'estero. Le nazioni debitorici, che facevano enorme affidamento sulle importazioni di capitali, risentirono degli effetti della nuova linea nell'estate del 1928. Con l'indebolirsi dei loro conti con l'estero, esse furono costrette ad adottare politiche monetarie e fiscali sempre più rigide per difendere le loro parità auree e continuare il servizio del debito estero. In alcuni paesi persino le misure più draconiane si dimostrarono insufficienti. I paesi debitori furono costretti ad abbandonare il tallone aureo, l'uno dopo l'altro, a partire dal 1929. Il servizio del debito venne proseguito nella speranza di un rinnovato accesso di capitali esteri a seguito del boom di Wall Street. Ma al Grande crollo fece seguito la Grande depressione e l'interruzione dei prestiti americani. Il commercio mondiale crollò. [...] La debilitante recessione del 1929-30 non fu quindi semplicemente il risultato di un irrigidimento della

²⁰ Per esempio, nel 1925, in una nota su un incontro con il governatore della Banca d'Inghilterra Montagu Norman, l'allora governatore della *Federal Reserve Bank* di New York Benjamin Strong scriveva: "Mr. Norman's feelings, which, in fact, are shared by me, indicated that the [...] failure of resumption of gold payments [...] would be followed by a long period of unsettled conditions too serious really to contemplate. It would mean violent fluctuations in the exchanges, with probably progressive deterioration of the values of foreign currencies vis-à-vis the dollar; it would provide an incentive to all of those who were advancing novel ideas for nostrums and expedients other than the gold standard to sell their wares; and incentive to governments at times to undertake various types of paper money expedients and inflation; [...] some monetary crisis would finally result in ultimate restoration of gold to its former position, but only after a period of hardship and suffering, and possibly some social and political disorder." (citato in Eichengreen e Temin (2000), p. 188).

politica monetaria americana, ma di politiche restrittive in tutto il mondo. La politica negli altri paesi era legata a quella americana dal *gold standard*.²¹

A differenza di Eichengreen, l'economista neo-austriaco Jesús Huerta de Soto ritiene che, negli anni tra le due guerre mondiali, il problema non consistesse nella necessità di adeguare le politiche monetarie e fiscali ai vincoli imposti dal ricostituito *gold standard*, ma, al contrario, nella insufficiente rigidità dei vincoli stessi. Huerta de Soto cita Ludwig von Mises per sottolineare che il mantenimento delle valute nazionali, combinato alla possibilità di abbandonare il *gold standard*, di fatto lasciava mano libera ai governi che intendevano adottare politiche macroeconomiche espansive:

The gold standard put a check on governmental plans for easy money. It was impossible to indulge in credit expansion and yet cling to the gold parity permanently fixed by law. Governments had to choose between the gold standard and their – in the long run disastrous – policy of credit expansion. The gold standard did not collapse. The governments destroyed it. It was incompatible with etatism as was free trade. The various governments went off the gold standard because they were eager to make domestic prices and wages rise above the world market level [...]. Stability of foreign exchange rates was in their eyes a mischief, not a blessing. [...] The gold standard makes the determination of money's purchasing power independent of the changing ambitions and doctrines of political parties and pressure groups. This is not a defect of the gold standard, it is its main excellence.²²

Secondo Huerta de Soto (2012, pp. 1-2), l'unico modo per riuscire a disciplinare le politiche macroeconomiche dei governi nazionali consiste in una radicale riforma del sistema monetario internazionale riassumibile nei seguenti tre punti:

- 1) l'abolizione del sistema bancario a riserva frazionaria e l'introduzione di un requisito di riserva obbligatoria pari al cento per cento dei depositi;
- 2) l'abolizione delle banche centrali, e
- 3) il ritorno al *gold standard*, inteso come un sistema in cui l'offerta di moneta consiste esclusivamente di oro.

In mancanza di una tale riforma, è necessario avvicinare il più possibile il sistema esistente alla sua configurazione ideale attraverso la denazionalizzazione della moneta e l'istituzione di un quadro istituzionale che disciplini tutti gli attori economici, politici e sociali, e in particolare i sindacati:

²¹ Eichengreen (1992) [1994], pp. 18-22. Su queste vicende, oltre a Eichengreen (1992), si vedano Temin (1991), Feinstein, Temin e Toniolo (2008) e Temin e Vines (2013).

²² Citato in Huerta de Soto (2012), pp. 3-5.

Austrians believe that until central banks are abolished and the classic gold standard is reestablished along with a 100 percent requirement in banking, we must make every attempt to bring the existing monetary system closer to the ideal, both in terms of its operations and its results. This means limiting monetary nationalism as far as possible, eliminating the possibility that each country could develop its own monetary policy, and restricting inflationary policies of credit expansion as much as we can, by creating a monetary framework that disciplines as far as possible economic, political, and social agents, and especially labor unions and other pressure groups, politicians, and central banks.²³

A giudizio di Huerta de Soto, le norme che definiscono i meccanismi di funzionamento dell'UEM si muovono nella direzione giusta, perché creano un quadro di riferimento che, per certi versi, è superiore a quello del *gold standard* 'classico'. Da un lato, infatti, in mancanza di una unione politica e fiscale, l'adozione della moneta unica si traduce in una denazionalizzazione della moneta cui corrisponde lo sganciamento dell'emissione della moneta dai governi nazionali dei paesi membri dell'Eurozona.²⁴ Dall'altro lato, è molto più difficile abbandonare l'euro di quanto non lo fosse sospendere la conversione della valuta nazionale in oro. La sostanziale impossibilità di ricorrere alla svalutazione della moneta nazionale obbliga quindi i paesi debitori dell'Eurozona ad adottare politiche di austerità e di drastica riforma dello stato sociale e del mercato del lavoro che tendono a eliminare i condizionamenti cui furono esposti i paesi che riadottarono il *gold standard* dopo la prima guerra mondiale:

The introduction of the euro in 1999 and its culmination beginning in 2002 meant the disappearance of monetary nationalism and flexible exchange rates in most of continental Europe. [...] the different member states of the monetary union completely relinquished and lost their monetary autonomy, that is, the possibility of manipulating their local currency by placing it at the service of the political needs of the moment. [...] Because the euro is the only unit of currency shared by all the countries in the monetary union, its abandonment requires the introduction of a new local currency, with unknown and much less purchasing power, and includes the emergence of the immense disturbances that the change would entail for all the economic agents in the market: debtors, creditors, investors, entrepreneurs, and workers. [...] in this specific sense [...] we must admit that the euro surpasses the gold standard, and that it would have been very useful for mankind if in the 1930s the different countries involved had been obliged to stay on the gold standard [...]. [...] the arrival of the Great Recession of 2008 has [...] revealed to everyone

²³ *Ibidem*, p. 2.

²⁴ Ottmar Issing autorevolmente sottolinea che: “[...] although the path taken to achieve denationalisation of money has been very different than that advocated by Hayek, the ultimate objective being sought by Hayek, i.e., monetary independence from political interference and price stability, have, to all intents and purposes, already been achieved.” (Issing (1999), p. 12)

the disciplinary nature of the euro [...]. Up until the adoption of the euro, [...] when different degrees of credit expansion and intervention arise[d] between the different countries [...] governments and central banks invariably [...] allowed the local currency to float downward and depreciated it, and indefinitely postponed the painful structural reforms that were needed and that involve economic liberalization, deregulation, increased flexibility in prices and markets (especially the labor market), a reduction in public spending, and the withdrawal and dismantling of union power and the welfare state.²⁵

In chiusura di terzo capitolo abbiamo visto che, a differenza di Huerta de Soto, Hans-Werner Sinn non si spinge sino a proporre l'abolizione del sistema bancario a riserva frazionaria e l'abolizione delle banche centrali. Tuttavia, egli ritiene che sia necessario tornare ad ancorare l'azione delle banche centrali dei paesi membri dell'Eurozona alla loro disponibilità di riserve auree. Infatti, secondo Sinn l'obbligo di regolare periodicamente i deficit di parte corrente accumulati sotto forma di debiti nel sistema Target2 limiterebbe l'espansione creditizia e monetaria nei paesi aderenti alla moneta unica alla creazione dei mezzi di pagamento necessari al finanziamento delle transazioni interne.

Inoltre, abbiamo anche visto che Sinn, memore dell'esperienza vissuta durante la Repubblica di Weimar negli anni del cancellierato di Heinrich Brüning, è favorevole alla introduzione di elementi di flessibilità che consentano a un paese che attraversa gravi difficoltà strutturali di uscire temporaneamente dall'euro.

Cionondimeno, per Sinn le 'regole del gioco' codificate nel Trattato di Maastricht sono molto chiare non solo per quanto riguarda le relazioni tra Stato e mercato all'interno di ciascun paese membro dell'UEM, ma anche con riferimento alle relazioni economiche che intercorrono tra i paesi che fanno parte dell'Eurozona. Un paese che intende partecipare alla UEM deve essere disposto a intraprendere le riforme dello stato sociale e le riforme strutturali che garantiscono un processo di crescita sostenibile di lungo periodo basato sui guadagni di produttività, e che, al tempo stesso, consentono di migliorare la competitività dei prodotti e dei servizi domestici sui mercati internazionali. Come ricorda anche Wolfgang Schäuble, l'Unione monetaria non è stata concepita come un sistema basato sui trasferimenti di reddito dai paesi più ricchi a quelli più poveri, ma è invece nata per spingere i paesi membri ad aumentare la loro competitività di modo che potessero vivere 'entro i limiti dei propri mezzi'. Dal punto di vista tedesco, l'onere dell'aggiustamento degli squilibri esterni nell'area dell'euro grava quindi sulle spalle dei paesi che, sino a oggi, si sono mostrati restii ad affrontare il programma di riforme implicitamente richiesto dalla adesione alla moneta unica.

La posizione espressa da Schäuble e Sinn sulla necessità che, nella sostanza, le 'regole del gioco' dell'integrazione europea debbano seguire quelle valedoli all'epoca

²⁵ Huerta de Soto (2012), pp. 5-7.

del *gold standard*, mostra l'esistenza di una significativa continuità di pensiero con i padri del miracolo economico tedesco. A questo proposito, si considerino le seguenti affermazioni di Ludwig Erhard, ministro dell'economia tedesco durante gli anni del cancellierato di Konrad Adenauer (1949-1963):

Se ai tempi della valuta aurea un paese sovrano avesse creduto di poter rinunciare a una politica economica e finanziaria ben regolata e a una giudiziosa politica creditizia, o, in altre parole, se un paese avesse professato qualche ideologia contrastante con questo postulato dell'ordine interno e dell'equilibrio, le conseguenze del suo contegno si sarebbero ben presto fatte sentire. E le conseguenze le avrebbe dovute sopportare esso stesso. Allorché in regime monetario a base aurea, si era esaurita la possibilità di afflusso di capitali o quella di deflusso dell'oro, non v'era potenza al mondo capace di salvare dalla caduta il corso del cambio del paese. Al tempo della valuta aurea non venivano impartiti ordini né da istituzioni, né da persone. Esisteva il comando anonimo, impartito dal principio regolatore, dal sistema. [...] Per un mercato libero e comune, occorre, come in passato per il regime aureo, non ricchezza e forza, ma solo la modesta nozione che né uno Stato, né un popolo possono vivere al di sopra delle «proprie condizioni». [...] Lo sviluppo tendenzialmente inflazionistico in alcuni paesi (con rigidi corsi dei cambi!) è da riferire non da ultimo anche alla concessione di prestazioni sociali superiori alla possibilità di rendimento dell'economia nazionale. [...] In America vige una massima che suona: *stability and convertibility begins at home*. È proprio ciò che manca in Europa. [...] Un paese membro può giungere ad essere *maturo per l'integrazione* soltanto quando è risoluto non solo a ristabilire il suo ordine interno, ma anche a conservarlo irrimovibilmente. [...] Si pensi, ad esempio, solo alla dottrina di Keynes, al *deficit spending*, alla «politica del danaro a buon mercato» con tutti gli annessi e connessi, e si comprenderà che sul nostro continente sarà certo straordinariamente difficile giungere a decisioni impegnative per tutti e a una risoluta politica unitaria.²⁶

4. Ordoliberalismo ed economia sociale di mercato

4.1. Potenziali contraddizioni ed equivoci derivanti dalla interpretazione tedesca sulle cause della crisi nell'Eurozona

Nei capitoli e nelle pagine precedenti abbiamo visto che la lettura relativa alle cause della crisi nell'Eurozona fornita dalla stragrande maggioranza degli economisti tedeschi e dalle autorità di politica economica tedesche è figlia di una visione sul funzionamento delle economie di mercato che rinnova la tradizione neoclassica pre-keynesiana degli anni '30 del secolo scorso. Tuttavia, rispetto a tale visione, i rimedi proposti (e imposti) per superare la crisi fanno emergere una potenziale contraddizione e un equivoco comune.

²⁶ Erhard (1957) [1958], pp. 169-170, 172, 208.

In primo luogo, infatti, dopo la stagflazione degli anni '70 del secolo scorso, il ritorno alla fiducia nella capacità di autoregolamentazione dei mercati, e quindi all'idea che il sistema economico debba, per quanto possibile, essere liberato dai condizionamenti dell'intervento statale, appare in netto contrasto con l'atteggiamento fortemente critico nei confronti del modello di capitalismo anglosassone caratterizzato dalla deregolamentazione del sistema finanziario. In particolare, il punto di vista tedesco sulle cause della crisi nell'Eurozona appare contraddittorio laddove alla richiesta di deregolamentazione e di flessibilizzazione del mercato del lavoro non corrisponde un analogo atteggiamento nei confronti del funzionamento del sistema finanziario, rispetto al quale si richiama, anzi, la necessità di disciplinare severamente l'attività delle banche e delle altre istituzioni finanziarie.

Più in generale, i continui riferimenti degli economisti e dei politici tedeschi alle violazioni delle norme giuridiche sul funzionamento dell'UEM, e alla necessità di riconfigurarne l'assetto istituzionale attraverso un rafforzamento delle norme già esistenti e l'introduzione di nuove norme che tengano conto delle lacune messe a nudo dalla crisi, fanno emergere la concezione di uno Stato regolatore che mal si concilia con l'idea di uno Stato minimalista difesa dai monetaristi e dai loro epigoni. Nella introduzione a *Capitalismo e libertà*, Milton Friedman (1962) infatti auspica il ritorno al *laissez-faire* e al radicalismo liberale delle origini, in nome di una illimitata tutela delle libertà individuali dalle ingerenze del potere statale:

Durante il suo sviluppo alla fine del diciottesimo e all'inizio del diciannovesimo secolo, il movimento intellettuale noto come liberalismo considerava la libertà come lo scopo supremo e l'individuo come l'entità primaria nella società. Sosteneva il *laissez faire* in patria come mezzo per ridurre il ruolo dello Stato nelle questioni economiche e ampliare in tal modo il ruolo dell'individuo; nei confronti degli altri paesi del mondo il liberalismo propugnava il libero scambio come uno strumento per collegare pacificamente e democraticamente le diverse nazioni. Per quanto riguardava le questioni politiche, sosteneva lo sviluppo del governo rappresentativo e delle istituzioni parlamentari, la riduzione del potere arbitrario dello Stato e la tutela delle libertà civili degli individui. [...] Il liberale del diciannovesimo secolo era un radicale, sia nel senso etimologico di andare alle radici della questione, sia nel senso politico di propugnare profondi cambiamenti nelle istituzioni sociali. Parimenti, anche il suo erede moderno dev'essere un radicale. Noi non vogliamo conservare quegli interventi dello Stato che hanno enormemente danneggiato la nostra libertà, anche se, ovviamente, desideriamo conservare quelli che l'hanno tutelata. [...] il campo di azione del governo deve essere limitato. La sua funzione essenziale deve essere quella di tutelare la nostra libertà sia dai nemici esterni che dai nostri concittadini: mantenere la legalità e l'ordine, far rispettare i contratti privati, favorire la concorrenza nel mercato.²⁷

²⁷ Friedman (1962) [2010], pp. 34, 38-39.

A questa concezione politico-economica del ruolo dello Stato si associa una feroce critica alle modalità di redistribuzione del reddito basate su sistemi di tassazione fortemente progressivi che, nel primo trentennio successivo alla seconda guerra mondiale, hanno dato vita a “forme di stato sociale che hanno la funzione di proteggere persone e famiglie da [...] vari tipi di avversità [...], dalla povertà alla vecchiaia, dall’incidente alla malattia e alla disoccupazione”²⁸:

Un elemento fondamentale della diffusione di una mentalità collettivista in questo secolo, almeno nei paesi occidentali, è stata la convinzione che l’uguaglianza del reddito debba essere un obiettivo che la società deve porsi e che ci si debba avvalere della forza dello Stato al fine di raggiungere tale finalità. [...] Il sentimento umanitario ed egualitario che ha contribuito all’introduzione di un’imposta sul reddito fortemente progressiva ha altresì prodotto una serie di altri provvedimenti miranti a tutelare il “benessere” di particolari gruppi. Tra queste misure, la categoria più significativa è senz’altro quella erroneamente denominata “sicurezza sociale”. Altre misure analoghe sono quelle relative all’edilizia abitativa popolare, alla legislazione in materia di salario minimo, al sostegno ai prezzi delle derrate agricole, all’assistenza medica a favore di specifici gruppi di cittadini, ai programmi assistenziali e così via. [...] Un liberale [...] deve saper distinguere chiaramente l’uguaglianza dei diritti e delle opportunità da una parte, e l’uguaglianza materiale o l’uguaglianza dei risultati dall’altra. Egli può accogliere con favore il fatto che una società libera tende a produrre una maggiore uguaglianza materiale di ogni altro tipo di società mai sperimentata, ma riterrà questo fenomeno alla stregua di un felice sottoprodotto di una società libera e non la sua giustificazione più importante. Un liberale favorirà qualsiasi misura che favorisca tanto la libertà quanto l’uguaglianza, come i provvedimenti miranti a eliminare il potere di monopolio e a migliorare il funzionamento del mercato. Analogamente, considererà la carità privata a favore dei meno fortunati un esempio dell’uso più opportuno della libertà dei singoli e potrebbe approvare gli interventi statali miranti ad alleviare la povertà, ritenendoli un modo più efficace per mezzo del quale il grosso della comunità può raggiungere un obiettivo comune. Ma questa approvazione sarebbe sempre concessa a malincuore, nella consapevolezza di avere sostituito un’azione obbligatoria a una volontaria. Anche chi è animato da principi egualitari potrebbe condividere questa posizione, ma non si accontenterebbe e vorrebbe spingersi più oltre. Il fautore dell’egualitarismo difenderebbe la pratica di prendere agli uni per dare agli altri non come un mezzo più efficace grazie al quale “gli uni” possono realizzare l’obiettivo prefissato, ma per motivi di giustizia”. A questo l’uguaglianza si trova in netto conflitto con la libertà e si deve scegliere. In questo senso, non è possibile essere al tempo stesso un difensore dei principi egualitari e di quelli liberali.²⁹

La filosofia sociale che accompagna il ‘neoliberalismo’ di ispirazione monetarista mette in luce un equivoco comune associato al modo con cui generalmente si

²⁸ Gallino (2013b), p. 3.

²⁹ Friedman (1962) [2010], pp. 243, 265, 289-290.

guarda alla concezione tedesca del sistema di sicurezza sociale. I ripetuti richiami alla necessità di introdurre radicali riforme dello stato sociale nei paesi ‘periferici’ dell’area dell’euro, sulla base dell’esempio fornito dalle riforme di *Agenda 2010* realizzate in Germania verso la metà del primo decennio del nuovo secolo, sembrano infatti smentire le conclusioni della letteratura sui diversi modi di intendere il capitalismo sviluppatasi all’indomani della conclusione della Guerra fredda.

La letteratura sulla ‘varietà dei capitalismi’ infatti distingue tra un modello di capitalismo assimilabile all’esperienza dei paesi del Nord Europa e del Giappone e il modello di capitalismo sviluppatosi negli Stati Uniti e in Gran Bretagna per effetto delle riforme ‘neoliberali’ introdotte dai governi di Ronald Reagan e di Margaret Thatcher. In particolare, Peter Hall e David Soskice (2001) distinguono tra ‘economie di mercato coordinate’ ed ‘economie di mercato liberali’, mentre Michel Albert (1991) ha introdotto una classificazione basata sulla contrapposizione tra ‘capitalismo renano’ e ‘capitalismo neoamericano’, di cui Alessandro Somma offre la seguente sintesi:

Ricorre negli scritti di Albert [...] l’espressione «capitalismo neoamericano», incentrato su caratteri opposti a quelli tipici del capitalismo renano, innanzitutto in quanto le imprese sono finanziate dal sistema borsistico, piuttosto che da quello bancario. Esse si percepiscono inoltre come comunità conflittuali, nelle quali gli azionisti controllano l’operato dei manager, e le relazioni industriali non sono incentrate sul tema della collaborazione tra capitale e lavoro. Il conflitto ispira anche la considerazione del sistema di sicurezza sociale, che nel capitalismo renano, oltre ad assumere la funzione di fondamento della pace sociale, è anche strumento di emancipazione individuale. Nel capitalismo neoamericano, quel sistema viene invece ritenuto un catalizzatore di inattività e dunque di improduttività: per questo motivo le limitazioni alla negoziabilità di beni come la salute e l’educazione sono particolarmente contenute. Altrimenti detto, il capitalismo neoamericano si differenzia da quello renano per la considerazione del mercato: nel primo caso ritenuto il principale strumento per la redistribuzione della ricchezza, funzione che nel secondo caso è assolta anche da altre istituzioni.³⁰

Sebbene Albert stesso (2002) abbia successivamente riconosciuto come negli anni ’90 del secolo scorso si sia assistito a una progressiva ‘americanizzazione’ del modello di capitalismo renano a causa dell’affermarsi della borsa come canale privilegiato di finanziamento delle imprese e il conseguente sviluppo di un sistema di controllo degli azionisti sull’operato dei manager³¹, rimane il contrasto tra la richiesta di radicali riforme dello stato sociale e l’interpretazione convenzionale sulle

³⁰ Somma (2014), pp. 261-262.

³¹ Su questo argomento, oltre ad Albert (2002), si veda anche Dore (2000) [2001], in particolare il Capitolo ottavo intitolato «Finanzplatz Deutschland».

differenze tra il modello di capitalismo anglosassone e il modello di capitalismo renano. Inoltre, questo contrasto appare ancora più stringente, se si considera che, spesso, il richiamo al modello di capitalismo renano viene usato in modo intercambiabile con il richiamo al concetto di *economia sociale di mercato* sviluppatosi in Germania nel secondo dopoguerra e ora divenuto, come abbiamo visto in precedenza (art. 3, terzo comma TUE), anche un fondamento esplicito della costruzione europea.

Stefan Kolev (2013, pp. 1-2) sottolinea come, sia prima che dopo lo scoppio della crisi, anche in Germania il riferimento all'idea di socialità sia stato generalmente accompagnato dalla contrapposizione tra economia sociale di mercato e 'neoliberalismo'. Negli anni che hanno preceduto la Grande recessione, la rivoluzione 'neoliberale' introdotta da Reagan e Thatcher è stata associata criticamente al processo di globalizzazione, alla deregolamentazione dei mercati finanziari e all'idea che essa favorisse una deriva verso forme di 'turbocapitalismo' caratterizzate da manifestazioni di darwinismo sociale. Al tempo stesso, però, si riconosceva che, in termini di crescita economica, dalla fine degli anni '70 del secolo scorso il modello di capitalismo anglosassone aveva condotto a risultati nettamente superiori a quelli prodotti dal modello di capitalismo renano. Con lo scoppio della crisi, si è invece assistito a un completo cambio di prospettiva e a una riscoperta della economia sociale di mercato, da più parti invocata per porre fine a un'epoca, quella del capitalismo 'neoliberale' anglosassone, contraddistinta da una crescita insostenibile, artificialmente drogata dallo sviluppo di una serie di bolle speculative.

Tuttavia, Kolev (2013) e Horn (2010) osservano che la contrapposizione tra 'neoliberalismo' ed economia sociale di mercato nasconde un gigantesco equivoco, perché, in realtà, il concetto di economia sociale di mercato è un concetto derivato dal neoliberalismo delle origini degli anni '30 del secolo scorso:

Dopo la crisi, il concetto di economia sociale di mercato è stato introdotto nel dibattito pubblico come progetto alternativo al neoliberalismo, che, evidentemente, andava ormai considerato come caduto in rovina. [...] Ma a un esame più ravvicinato, in tal modo si è prodotta una completa confusione concettuale, perché attraverso questa polarizzazione si è dimenticata una cosa essenziale: il concetto di economia sociale di mercato è un concetto neoliberale.³²

Kolev (2013) e Horn (2010) infatti sottolineano come la rivoluzione 'neoliberale' seguita alle elezioni di Reagan e di Thatcher negli Stati Uniti e in Inghilterra abbia condotto a una identificazione pressoché monolitica tra il termine *neoliberalismo* e le idee sviluppate dalla Scuola di Diritto ed Economia dell'Università di Chicago dagli

³² Horn (2010), p. 11. Si confronti anche Sinn (2014b, pp. 37-39).

anni '50 e '60 del secolo scorso, dando così vita a un sorta di 'neoliberalismo mitologico' che oscura la storia e i contenuti originari del programma di ricerca neoliberale.

4.2. *Il Colloque Walter Lippmann e il neoliberalismo delle origini*

Per comprendere la genesi del neoliberalismo occorre tornare agli anni '20 e '30 del secolo scorso, ovvero agli anni in cui, a causa della crisi sociale seguita alla prima guerra mondiale e alla Grande depressione, l'ordine liberale si sentiva minacciato dall'ascesa dell'ideologia socialista e degli stati totalitari. La crisi degli anni '20 e '30 quindi spinse un gruppo eterogeneo di economisti, sociologi e giuristi di ispirazione liberale attivi a Vienna, Londra, Chicago e Friburgo a indagare su quali elementi del liberalismo classico potessero ancora tornare utili, e se una versione modificata del liberalismo classico avrebbe potuto fornire adeguate risposte ai problemi dello Stato, dell'economia e della società dell'epoca. Per la maggior parte, questo gruppo di studiosi era dunque mosso da intenti essenzialmente riformatori.

Inizialmente, lo sforzo di ricerca restò legato ai luoghi di appartenenza dei singoli studiosi. Ma nel 1938 l'organizzazione del cosiddetto *Colloque Walter Lippmann* a Parigi fornì l'occasione per un primo grande *forum* di discussione internazionale. Oggetto del seminario di Parigi fu l'analisi delle tesi avanzate dal giornalista e pubblicista americano Walter Lippmann in un libro edito nel 1937 e intitolato *The Good Society*. In questo libro, Lippmann ribadiva l'incapacità del liberalismo classico, definito attraverso la formula riassuntiva del *laissez-faire*, di offrire una soluzione alle grandi questioni del suo tempo. Secondo Lippmann, la capitolazione del liberalismo classico era testimoniata non solo dalla costituzione dei regimi fascisti in Italia e in Germania e dalla rivoluzione bolscevica in Russia, ma anche dalle spinte collettiviste che provenivano dai programmi del *New Deal* roosveltiano negli Stati Uniti.

Oltre a Lippmann, parteciparono al seminario altre venticinque personalità, tra le quali i filosofi francesi Louis Rougier e Raymond Aron, gli economisti austriaci Ludwig von Mises e Friedrich von Hayek, l'economista tedesco Wilhelm Röpke e il suo connazionale, economista e sociologo, Alexander Rüstow. Data l'eterogeneità delle posizioni rappresentate in seno al seminario, le discussioni sulla crisi del '29, sul ruolo dello Stato, sulle concentrazioni industriali e sulla domanda di protezione sociale delle classi popolari, che ebbero luogo tra il 26 e il 30 di agosto, furono caratterizzate da numerosi disaccordi. Sostanzialmente, emersero due punti di vista contrapposti. Da un lato, la posizione rappresentata soprattutto da Mises e Hayek, basata sulla difesa del liberalismo classico e sull'idea che esso necessitasse soltanto di correttivi di minore importanza. Dall'altro, la posizione difesa in primo luogo da Rüstow, Röpke e dallo stesso Lippmann, nonostante la sua opposizione al *New Deal*, invece caratterizzata dalla considerazione che la sopravvivenza del liberalismo

richiedesse una innovazione di contenuti più marcata. La natura di queste divisioni è stata efficacemente sintetizzata da Rüstow durante l'incontro del 29 agosto:

Tutto considerato, è chiaro che qui, nella nostra cerchia, sono rappresentati due distinti punti di vista. Gli uni non trovano nulla di essenziale da criticare o da cambiare nel liberalismo tradizionale, così com'era e così com'è, fatti salvi, naturalmente, gli adattamenti e gli sviluppi correnti che avvengono spontaneamente. A loro avviso, tutte le disgrazie sono imputabili esclusivamente alla parte avversa, a coloro cioè che, per stupidità o per cattiveria, o per una combinazione delle due, non possono o non vogliono scorgere e osservare le verità salutari del liberalismo. Noi altri cerchiamo la responsabilità del declino del liberalismo all'interno del liberalismo medesimo; e, di conseguenza, cerchiamo la via d'uscita in un rinnovamento fondamentale del liberalismo.³³

In una dettagliatissima ricostruzione sui protagonisti e sui lavori del *Colloque Walter Lippmann*, Serge Audier (2012a, pp. 275-277) ricorda che il seminario si concluse con l'adozione di una *Agenda del liberalismo* redatta da Lippmann stesso, che rappresentava una sorta di compromesso sulle diverse posizioni emerse durante le discussioni. L'*Agenda* poneva le basi per un liberalismo rinnovato che assegnava nuove responsabilità allo Stato. Accanto alla riaffermazione del ruolo centrale svolto dal meccanismo dei prezzi, si affermava che le leggi sulla proprietà e sui contratti avevano un'importanza fondamentale e che spettava allo Stato “la responsabilità di determinare il regime giuridico che serve da quadro al libero sviluppo delle attività economiche”. Inoltre, l'*Agenda* sottolineava che “l'organizzazione della produzione secondo i principi liberali non esclude la destinazione a fini di natura collettiva di una parte del reddito nazionale sottratta ai consumi individuali”. Attraverso la leva fiscale il ‘nuovo’ stato liberale avrebbe quindi potuto trattenere una parte del reddito nazionale e consacrarla al finanziamento collettivo non solo della difesa nazionale, ma anche dei servizi e delle assicurazioni sociali, dell'insegnamento e della ricerca scientifica.

Ma nonostante il consenso raggiunto sul documento redatto da Lippmann, Audier sottolinea che si trattò di un compromesso fragile che non eliminava le rilevanti differenze di impostazione tra i partecipanti al seminario di Parigi. Prova ne fu la difficile discussione sull'etichetta che avrebbe dovuto contraddistinguere all'esterno gli eterogenei gruppi di ispirazione liberale rappresentati a Parigi. Poiché non si riuscì a trovare un accordo su un termine più specifico, alla fine venne accettata la denominazione proposta da Rüstow: il programma di riforma del liberalismo classico abbozzato durante il *Colloque Walter Lippmann* avrebbe preso il nome di *neoliberalismo*. Che anche in questo caso si trattasse di un compromesso

³³ La citazione dell'intervento di Rüstow è tratta da Audier (2012b), pp. 155-156.

fragile è testimoniato dal fatto che Mises non si è mai considerato un neoliberale, quanto piuttosto un *paleolibérale* fermamente ancorato ai principi del liberalismo del *laissez-faire*.³⁴

I lavori di Parigi si chiusero con l'annuncio della istituzione del *Centre international d'études pour la rénovation du libéralisme*, che, nelle intenzioni dei suoi fondatori, avrebbe dovuto rappresentare un centro di discussione permanente sulle questioni sollevate a Parigi. Tuttavia, lo scoppio della seconda guerra mondiale interruppe la serie di incontri avvenuta sino ad allora, e il dibattito sul rinnovamento del liberalismo sarebbe ripreso solo nel 1947 con l'istituzione della *Mont Pèlerin Society*.

I contenuti dell'«Agenda del liberalismo» evidenziano l'influenza esercitata dai neoliberali tedeschi, e da Rüstow in particolare, sul dibattito avviato a Parigi. Il documento conclusivo del *Colloque Walter Lippmann* infatti traccia i confini di una sorta di 'terza via', patrocinata da Röpke e da Rüstow, tra il capitalismo liberale del *laissez-faire* e le concezioni che attribuivano allo Stato il ruolo di pianificatore della produzione. Audier (2012b, pp. 133-134) osserva che le linee programmatiche di questa 'terza via' erano già state delineate da Rüstow in un suo intervento, dal titolo *Freie Wirtschaft, starker Staat (Economia libera, Stato forte)*, durante la riunione del *Verein für Socialpolitik*³⁵ tenuta a Dresda nel 1932. In questo intervento, Rüstow difese l'idea di uno 'Stato forte' deputato alla definizione e alla sorveglianza delle regole del mercato: non uno Stato arbitrario e liberticida, ma uno Stato liberato dal peso degli interessi privati, rappresentati dai cartelli e dalle grandi concentrazioni industriali, che si servono del potere governativo per occupare delle posizioni di rendita.³⁶

Nella Germania dei primi anni '30 del secolo scorso, Rüstow non era solo nell'affermare la necessità di sottoporre l'economia a regole chiare e generali per garantire la funzione sociale della concorrenza. Nils Goldschmidt e Michael Wohlgemuth ricordano che all'inizio degli anni '30 "[l]'idea di sottoporre il «gioco» delle forze dell'economia di mercato a un quadro giuridico e ad arbitri neutrali, allo scopo di impedire il crearsi di posizioni di potere economico e per utilizzare le qualità positive della concorrenza, divenne, alla facoltà di diritto e scienza politica

³⁴ Per maggiori dettagli sui contenuti e sulle conclusioni del *Colloque Walter Lippmann* si vedano, oltre a Audier (2012a), Horn (2010) e Audier (2012b).

³⁵ Il *Verein für Socialpolitik* è l'associazione di tutti gli economisti di lingua tedesca. Nata nel 1883, originariamente, questa associazione, che è stata fondata dai cosiddetti 'socialisti della cattedra', mirava a trovare delle risposte soddisfacenti alla 'questione sociale', ma senza che ciò implicasse un rivolgimento dell'ordine costituito. Con il passare degli anni, le discussioni in seno alla associazione sono state allargate anche ad altre, più ampie, questioni economiche. Sciolto nel 1936 per sfuggire all'uniformazione con il regime nazionalsocialista, il *Verein für Socialpolitik* è stato ricostituito nel 1948. Attualmente, l'associazione degli economisti di lingua tedesca ha sede a Francoforte sul Meno e conta più di 3.600 membri.

³⁶ In Germania, il problema posto dalla diffusione dei cartelli e dalla concentrazione industriale era al centro dei dibattiti sin dalla fine del XIX secolo, quando nel 1897 la Corte suprema promulgò una sentenza che dichiarava legali gli accordi di cartello, favorendo in questo modo l'abbraccio tra Stato e interessi economici privati.

dell'università di Friburgo, subito l'idea-guida per un autonomo programma di ricerca.³⁷ Il 'liberalismo delle regole' (successivamente diventato noto anche con il termine *ordoliberalismo*) della scuola di Friburgo è nato su iniziativa dell'economista Walter Eucken e di due giuristi, Franz Böhm e Hans Großmann-Doerth. Nella introduzione al primo numero della serie *Ordnung der Wirtschaft* pubblicato nel 1936, i tre autori chiariscono l'importanza attribuita alla natura interdisciplinare del loro progetto di ricerca in un breve saggio intitolato *Unsere Aufgabe (Il nostro compito)*:

[...] vogliamo applicare il ragionamento scientifico, come in giurisprudenza e in economia politica, per costruire e riorganizzare il sistema economico. [...] contrapponiamo il nostro principio fondamentale allo storicismo che [...] ha fallito con il suo atteggiamento relativista ed evasivo. [Il nostro principio fondamentale] consiste nel considerare singole questioni economiche come parti costitutive di un tutto più grande. [...] Il trattamento di tutte le questioni pratiche di carattere politico-giuridico e politico-economico deve essere adattato all'idea della costituzione economica. In questo modo vengono superate l'instabilità relativista e l'accettazione fatalista dei fatti. [...] la costituzione economica deve essere intesa come una decisione politica generale su come la vita economica della nazione debba essere strutturata. [...] Tuttavia, il problema di comprendere e di modellare gli strumenti giuridici per una costituzione economica può essere risolto solo se il giurista si avvale dei risultati della ricerca economica.³⁸

L'analisi condotta da Rüstow all'inizio degli anni '30 del secolo scorso non si limitava però a una difesa dell'economia del mercato e della concorrenza basata sull'idea della istituzione di un sistema di regole giuridiche che ne tutelasse il funzionamento. Infatti, Rüstow sosteneva anche la necessità di realizzare una 'politica della vita' (*Vitalpolitik*) che consentisse di porre rimedio ai danni causati dal liberalismo classico con il suo disprezzo per le questioni sociali, etiche e spirituali. Tra i neoliberali tedeschi degli anni '30 del secolo scorso, al 'liberalismo delle regole' della Scuola di Friburgo si affianca quindi anche un liberalismo di impronta maggiormente sociologica. Difendendo il concetto di 'terza via' sviluppato da lui stesso e da Röpke, Rüstow infatti scrive:

È tempo che l'attività economica, nonostante la sua evidente importanza, venga relegata nella posizione subordinata che le è sempre appartenuta, ad eccezione del XIX secolo. L'uomo non vive di solo pane. Occorre riconoscere che, anche nella stessa sfera economica, gli aspetti vitali e antropologici che non possono essere misurati sono più importanti di quelli essenzialmente economici che invece possono essere quantificati. Poiché la macchina economica esiste per servire l'uomo, e non viceversa [...] la "situazione vitale" rappresenta un valore non economico all'interno della sfera economica.

³⁷ Goldschmidt e Wohlgemuth (2008a) [2010], p. 64.

³⁸ Eucken, Böhm e Großmann-Doerth (1936) [2010], pp. 58-59.

L'economia è soltanto un mezzo, mentre la "situazione vitale" rappresenta il fine.³⁹

Mentre negli scritti di Eucken i problemi di politica sociale assumono un ruolo accessorio, perché egli riteneva che gli obiettivi di natura sociale si potessero realizzare attraverso l'istituzione e l'affermazione dei principi dell'ordinamento concorrenziale,⁴⁰ anche per Röpke, come per Rüstow, la questione sociale rappresenta "un problema vitale, non economico e immateriale, della forma di esistenza industriale."⁴¹ Tuttavia, in materia di giustizia sociale, Röpke assume una posizione critica non solo nei confronti del darwinismo sociale, da lui associato al *laissez-faire*, ma anche nei confronti della influenza pervasiva esercitata dal *Welfare State*, invece criticata perché soffoca l'iniziativa individuale con effetti paralizzanti sull'ordine economico e sociale.⁴² Per Röpke, la soluzione dei problemi legati alla massificazione e alla proletarizzazione passa dal rafforzamento della famiglia e delle comunità naturali⁴³ e dal rispetto del principio di sussidiarietà.⁴⁴ In definitiva, si tratta di riconoscere il "luogo comune che nella politica sociale non si possa andare al di là di un certo limite, senza spezzare la molla segreta di una sana società, vale a dire il senso di responsabilità".⁴⁵

In sintesi, negli anni '30 del secolo scorso i neoliberali tedeschi giungono alla conclusione che la crisi della Repubblica di Weimar e lo scoppio della Grande depressione dovevano insegnare due lezioni.

In primo luogo, gli ordoliberali della Scuola di Friburgo sottolineano che l'efficiente funzionamento delle economie di mercato è costantemente minacciato da distorsioni derivanti dallo sviluppo di forme di potere privato che sfociano in indebite intrusioni nella sfera della politica e, quindi, in forme di collusione tra potere pubblico e potere privato che favoriscono la proliferazione di politiche governative di natura funzionale in numerose aree di intervento. Secondo gli

³⁹ Citato in Audier (2012b), p. 429.

⁴⁰ Si veda Eucken (1952) [2004], pp. 314-319. Per un approfondimento, si confronti Streit (1991/92).

⁴¹ Citato in Kolev (2013), p. 185.

⁴² Röpke (1942) [1946], pp. 202-205.

⁴³ *Ibidem*, pp. 15-24, 273-279.

⁴⁴ "Dal singolo individuo fino al centro statale il diritto originario è sul singolo gradino più basso, e ogni gradino superiore subentra soltanto come sussidio al posto di quello immediatamente più basso quando un compito esorbita dal territorio di quest'ultimo. Ne risulta una gradinata dall'individuo attraverso la famiglia e il comune alla provincia e infine allo Stato centrale, una scala che delimita lo Stato stesso e gli contrappone il diritto proprio dei gradini con le loro inviolabili zone di libertà. In questo senso sussidiario il principio di decentramento contiene già il programma del liberalismo nella sua accezione più larga e generale, un programma che è una delle condizioni essenziali di uno Stato sano che impone a se stesso i limiti necessari e conserva nel rispetto delle libere zone statali la propria sanità, la propria forza e stabilità." (Röpke (2004), pp. 124-125)

⁴⁵ Röpke (1942) [1946], p. 203.

ordoliberali, la presenza dei cartelli e dei sindacati induce l'adozione di politiche salariali, monetarie, del commercio e della tassazione discrezionali che alterano il meccanismo di determinazione dei prezzi relativi a opera delle forze di mercato. Ne consegue una caduta della propensione a investire cui si è tentato di ovviare attraverso politiche macroeconomiche dirette ad assicurare la piena occupazione delle risorse produttive, col risultato di produrre ulteriori distorsioni nei processi allocativi e nella destinazione degli investimenti ai loro utilizzi più produttivi. Tra la fine degli anni '20 e l'inizio degli anni '30 del secolo scorso, la lunga serie di esperimenti di politica economica congiunturale condotta nelle maggiori economie industrializzate ha così finito per produrre la Grande depressione.

A giudizio di Walter Eucken e degli altri esponenti della Scuola di Friburgo, la prima lezione da trarre dagli eventi che hanno condotto alla crisi catastrofica degli anni '30 consiste quindi nel riconoscere che i benefici della 'mano invisibile' possono manifestarsi soltanto nel quadro di una adeguata cornice istituzionale. Per gli ordoliberali, la politica economica deve perciò essere diretta alla definizione di una serie di principi conformi ai meccanismi di funzionamento delle economie di mercato individuati dalla tradizione neoclassica. Tali principi danno vita a una *costituzione economica* che si erge a garanzia dell'efficiente allocazione delle risorse produttive ai fini della massima soddisfazione del consumatore. Secondo questa prospettiva, la politica economica coincide con la politica dell'ordinamento (*Ordnungspolitik*), ed è compito dello Stato intervenire sulle *forme* dell'economia, ma non certo sulla pianificazione e sul controllo dei *processi* economici.

La seconda lezione da imparare dai rivolgimenti avvenuti negli anni tra le due guerre mondiali, riguarda invece il riconoscimento che, soprattutto dopo la conclusione della Grande guerra, non si potevano più eludere i problemi posti dalla massificazione e dalla proletarizzazione indotti dal processo di industrializzazione che ha caratterizzato l'ordine liberale del *laissez-faire* durante il XIX secolo e nei primi decenni del XX secolo. Tuttavia, sin dagli anni '30 del secolo scorso, i neoliberali tedeschi hanno chiarito in modo inequivocabile che, in nessun caso, le politiche di redistribuzione del reddito tendenti a favorire il progresso sociale devono mettere a repentaglio l'efficiente funzionamento dell'economia di mercato. La filosofia sociale dei neoliberali tedeschi ha quindi dato espressione a un 'riformismo' che, pur differendo sensibilmente dalle forme di liberalismo fondamentaliste, deriva da una concezione liberale fortemente conservatrice.

Nel secondo dopoguerra, i responsabili della politica economica tedesca si sono ampiamente ispirati alle concezioni neoliberali sviluppate durante gli anni '30 del secolo scorso. L'idea di 'Stato forte' propugnata dagli ordoliberali della Scuola di Friburgo e la filosofia sociale che emerge dalla critica al *Welfare State* e dal concetto di 'terza via' sviluppati da Röpke e da Rüstow sono infatti alla base dell'*economia sociale di mercato*, la formula che ha contraddistinto il periodo quasi ventennale (1949-

1966) del miracolo economico tedesco (*Wirtschaftswunder*). Viktor Vanberg sottolinea che la concezione originaria dell'economia sociale di mercato si fonda sulla consapevolezza che la praticabilità politica dell'economia di mercato passa necessariamente attraverso una sua ampia accettazione sociale:

[The] founding fathers viewed the «social market economy» as an *economic, social* and *political* order, and their emphasis on social policy, whatever its particular specifications, reflected their concern for the long-term political feasibility of a free market order. They believed that the eminent economic efficiency of a market order by itself is not sufficient to warrant its long-term stability, if it is not imbedded in a social order which is sensitive to people's concern for such things as economic security, distributional issues etc. [...]. They realized that, for a free market order to be politically viable, it has to secure broad social acceptance, and their agenda for a supplementary social policy may be seen as a «consensus-generating mechanism» [...].⁴⁶

Pertanto, nell'economia sociale di mercato il sistema di sicurezza sociale assume la funzione di strumento di pacificazione sociale, ma non certo quella di strumento per l'emancipazione individuale, che deve invece restare affidata soprattutto alla responsabilità dell'individuo.

⁴⁶ Vanberg (1988), p. 21. La natura pacificatoria attribuita ai sistemi di sicurezza sociale dai neoliberali tedeschi degli anni '30 del secolo scorso emerge anche dalle considerazioni sulla crisi contemporanea formulate dal cardinale Reinhard Marx. Nelle pagine conclusive del suo libro dedicato alla crisi, Marx (2009, pp. 292-293) infatti scrive: "In molte facoltà di Scienze economiche gli studenti imparano ancora calcoli e modelli complicati. Ma il sapere di base non viene praticamente più insegnato, figuriamoci discusso. Oggi, quasi nessun giovane studente di economia politica conosce i libri di Wilhelm Röpke, Walter Eucken, Alexander Rüstow o Friedrich August von Hayek. [...] La crisi finanziaria dell'estate del 2008 ci mostra chiaramente come sia facile finire su un terreno scosceso quando la morale e l'etica vengono escluse dall'economia e quando si pensa di poter rinunciare alla politica normativa dello Stato che mantiene le oscillazioni del mercato al servizio del bene comune. Economia di mercato e capitalismo non sono la stessa cosa. E io voglio che tale differenza permanga. Se le rendite diventano l'unico fine dell'economia – e purtroppo è così sempre più spesso, – le persone che corrono il pericolo di finire schiacciate sotto le ruote di tale processo cercheranno di nuovo rifugio nelle utopie marxiste. [...] perché ciò non succeda dobbiamo fare qualcosa. Dobbiamo lavorare perché l'economia sia inquadrata in un sistema di norme orientate al bene comune, un sistema che lasci alle istituzioni lo spazio di promuovere la solidarietà all'interno di uno stato sociale che funziona, nella prospettiva del «bene comune universale». Lo stato sociale non è solo quello che resta quando si sono amministrate bene le cose, come credono molti. Io sono convinto che non si tratti solo di una questione morale, bensì di una condizione necessaria in politica come in economia per garantire la sopravvivenza del nostro sistema. Se lo stato sociale non avesse compensato i contrasti di classe del capitalismo delle origini, nella lotta con il socialismo l'economia di mercato avrebbe avuto la peggio."

4.3. Dagli anni del miracolo economico tedesco al Trattato di Maastricht: la perdurante influenza del neoliberalismo tedesco degli anni '30 del secolo scorso

Le considerazioni sulla concezione ordoliberal del ruolo dello Stato mostrano che non vi è nessuna contraddizione tra l'adesione a una visione del funzionamento delle economie di mercato basata sui principi dell'economia neoclassica e l'adozione di una prospettiva che postula la necessità della presenza di un forte Stato regolatore. Al contrario, come abbiamo visto poco sopra, per gli ordoliberali la definizione di un adeguato quadro normativo dà vita a una *costituzione economica* che forma e difende il modello di funzionamento delle economie di mercato di ispirazione neoclassica.

Peter Bofinger (2016) sottolinea che, dietro all'apparato teorico formale del *Nuovo 'consenso' macroeconomico* ereditato dal monetarismo, ancora oggi, in Germania, i precetti ordoliberali esercitano una notevole influenza. Questa circostanza trova conferma nelle posizioni assunte da Hans-Werner Sinn in merito alle cause sottostanti la crisi dei mutui *subprime* e la crisi nell'Eurozona. Infatti, alle sue accuse al modello di capitalismo anglosassone basato sulla deregolamentazione del sistema finanziario (Capitolo 3, paragrafo 2.2.), Sinn abbina un esplicito riferimento ai meriti della impostazione ordoliberal:

The astronomical increase in the standard of living of the broad masses since the nineteenth century and the victory over Communism clearly demonstrate the advantage of the competition principle. But there is more to competition than just laissez-faire. To make it work, a functioning framework for competition is required, that is, a system of rules of the game to which the players in the competition are subject. This, in turn, requires a strong state that defines the rules of the game and oversees their adherence. After all, the market economy is not a state of anarchy, where everyone can do what they want. [...] To be sure, a market economy is also not a central planning system that prescribes all the moves of the players in detail, which still today is implicitly called for by some leftist politicians. Setting up the rules of the game is not the same as detailed control of the game. It is, therefore, not a contradiction to argue against the *self-regulation* of the market economy but argue in favour of *self-organization* within a regulatory framework. [...] 'Neoliberalism', as defined at a colloquium in Paris in 1938, grew out of the experiences of the Great Depression and emphasized time and again that competitive processes can only function within a strong, state-controlled framework of rules. The emphasis on the framework of rules and a strong state defining the public order is what differentiates neoliberalism from the so-called 'paleoliberalism' or Manchester liberalism. Because of the importance accorded to order, neoliberalism in Germany is often also called 'ordoliberalism'. Paleoliberalism relied on the self-regulation of an economy, without assigning to the state a bigger role than employing night watchmen to protect the property. Neoliberalism relies on the self-ordering forces of the market within a framework of rules, but does not believe this framework of rules can be

created by the market itself. According to the neoliberal view, the responsibilities of the state therefore include the regulation of markets, the limitation of economic power, and the provision of justice and security by means of social policy.⁴⁷

Inoltre, in polemica con una descrizione giornalistica che, dopo lo scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti, lo annoverava tra gli economisti cui attribuire la responsabilità della crisi finanziaria, Sinn (2014b, pp. 36-37) osserva che, nell'ambito di una prospettiva ispirata al neoliberalismo delle origini, non esiste contraddizione alcuna nemmeno tra la richiesta di politiche dirette alla deregolamentazione e alla flessibilizzazione del mercato del lavoro e la contemporanea denuncia circa la necessità di una rigorosa regolamentazione dell'attività delle banche e delle altre istituzioni finanziarie.

Per Sinn, le regole imposte dalle autorità pubbliche devono essere conformi al corretto funzionamento del mercato, con particolare riferimento al ruolo di coordinamento delle attività degli agenti economici svolto dal meccanismo di formazione dei prezzi:

The rules of the market economy include the price system, property rights, the monetary system as well as, in particular, the civil code that determines which forms of contract are permitted and which are not. Such a system is supplemented by numerous special laws that limit the free decisions of individuals. These do not include, however, any laws that limit the free determination of prices and wages; such laws would lead to market imbalances

⁴⁷ Sinn (2010a), pp. 161, 163. Attualmente, in Germania la tradizione ordoliberal è alimentata soprattutto dal *Walter Eucken Institut* dell'Università di Friburgo, dalla *Stiftung Marktwirtschaft*, una fondazione il cui comitato scientifico è anche noto con il nome di 'Circolo di Kronberg' (*Kronberger Kreis*), e da due istituti di ricerca, il *Weltwirtschaftsinstitut* di Amburgo e l'*Institut der Deutschen Wirtschaft* di Colonia. Il *Walter Eucken Institut* di Friburgo è diretto da Lars Feld, che è anche uno degli attuali cinque membri del Consiglio degli esperti economici (*Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*) che, annualmente, fornisce valutazioni pubbliche sulla politica economica condotta dal governo tedesco. Ad eccezione di Peter Bofinger, che difende posizioni di ispirazione keynesiana, non solo Feld, ma anche tutti gli altri attuali membri del *Sachverständigenrat* sono legati all'eredità del pensiero ordoliberal. L'influenza delle idee che hanno plasmato gli anni del miracolo economico tedesco si fa inoltre sentire anche tra i più importanti quotidiani nazionali, tra i quali spicca la *Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)* e, soprattutto, tra i responsabili di politica economica della *Bundesbank* e del Ministero delle Finanze. Non a caso, Wolfgang Schäuble esibisce orgogliosamente il fatto di essere nato a Friburgo, mentre l'attuale presidente della Banca centrale tedesca Jens Weidmann ricorda che "l'orientamento della *Bundesbank* può certamente essere inserito nell'ambito del filone di pensiero ispirato alla politica dell'ordinamento." Infine, come abbiamo già visto poco sopra (nota 46), le opere degli studiosi della Scuola di Friburgo e dei padri dell'economia sociale di mercato influenzano anche l'autorevole arcivescovo di Monaco e di Frisinga Reinhard Marx. Elevato al rango di cardinale da papa Benedetto XVI nel novembre del 2010, nell'aprile del 2013 Marx è stato nominato membro del ristretto gruppo di cardinali chiamati a consigliare papa Francesco nel governo della Chiesa universale e a studiare un progetto di riforma della Curia romana. Per maggiori informazioni, si vedano Brunnermeier, James e Landau (2016), pp. 63-65, Weidmann (2014), Marx (2009), Sievert (1993, 2003), e Denord, Knaebel e Rimbart (2015).

in the sense of excess supply or excess demand that entail serious inefficiencies. Within a well-designed framework of rules, the market, more specifically the free forces of prices and wages, can correctly signal scarcities and coordinate the actions of millions of people seeking their individual advantage within an orderly whole, as if steered by an invisible hand.⁴⁸

Da questo punto di vista, Karen Ilse Horn (2010, pp. 138-144) sottolinea che le norme che disciplinano i rapporti di lavoro, come per esempio quelle sulla contrattazione collettiva, e le disposizioni che garantiscono una eccessiva protezione sociale ai lavoratori, producono degli effetti distorsivi sugli equilibri del mercato del lavoro che inceppano il motore della crescita economica. Nel terzo capitolo abbiamo invece visto che, secondo l'interpretazione di stampo ordoliberal di Sinn, sui mercati finanziari la distorsione dei prezzi delle attività indotta da un eccesso di speculazione si spiega proprio con la colpevole negligenza del regolatore pubblico.

L'analisi condotta nel paragrafo precedente mostra che non solo non esiste contraddizione tra l'adesione a modelli di funzionamento delle economie di mercato ispirati alla tradizione neoclassica e l'idea della necessità di un forte Stato regolatore, ma che non esiste contraddizione nemmeno tra la filosofia sociale sottostante il concetto di economia sociale di mercato sviluppato in Germania nel secondo dopoguerra e la richiesta di riforme, anche radicali, dello stato sociale. Infatti, a giudizio degli eredi della tradizione neoliberale tedesca, dalla fine degli anni '60 del secolo scorso, in Germania, le ambiguità associate al concetto di economia sociale di mercato hanno portato a una degenerazione degli interventi di politica sociale che ha dato luogo all'edificazione di una forma di *Welfare State* che ha minato l'efficienza dell'economia tedesca. Il richiamo alla necessità di dare vita a una 'Nuova economia sociale di mercato' (*Neue soziale Marktwirtschaft*), ispirata alla concezione originaria messa in pratica da Ludwig Erhard negli anni '50 e '60 del secolo scorso, ha trovato concreta applicazione con le riforme di *Agenda 2010* introdotte dal governo Schröder all'inizio del nuovo millennio (Capitolo 3, paragrafo 4.).

La crisi nell'Eurozona ha rivelato che, ai giorni nostri, l'influenza del neoliberalismo tedesco degli anni '30 del secolo scorso non è circoscritta alla sola Germania, ma che essa si estende alla realtà politico-economica di tutta l'Unione monetaria europea. Le ricette imposte ai paesi 'periferici' dell'area dell'euro per superare la crisi hanno infatti chiarito che i trattati su cui si fonda l'Unione accolgono la concezione neoliberale tedesca del ruolo dello Stato in economia. A conferma di questa tesi, durante una *lectio magistralis* dal titolo 'Gestione della crisi e politica dell'ordinamento' (*Krisenmanagement und Ordnungspolitik*) tenuta ai primi di febbraio del 2013 presso l'Istituto Walter Eucken di Friburgo, l'attuale presidente

⁴⁸ Sinn (2010a), pp. 161-162.

della *Bundesbank* Jens Weidmann ha affermato che “tutto il quadro di Maastricht riflette i principi centrali dell’ordoliberalismo e dell’economia sociale di mercato”.⁴⁹

Negli anni successivi allo scoppio della crisi, questa affermazione di Weidmann non è rimasta isolata. Sempre nel 2013, nel corso della prolusione che ha aperto la conferenza organizzata nel mese di giugno a Gerusalemme per onorare l’addio di Stanley Fisher alla carica di Governatore della Banca centrale di Israele, il presidente della Bce Mario Draghi ha infatti ricordato che “la costituzione monetaria della Banca centrale europea è saldamente ancorata ai principi dell’ordoliberalimo”, con particolare riferimento “all’adesione ai principi di una economia aperta e concorrenziale che favorisce l’efficiente allocazione delle risorse.”⁵⁰ Nell’agosto del 2008, invece, in una intervista rilasciata a *Il Sole 24 Ore*, Mario Monti ha sottolineato come l’economia sociale di mercato tedesca rappresenti il fondamento dei trattati di Roma e di Maastricht, ammonendo la politica italiana contro i pericoli di una malintesa interpretazione dei principi che ne stanno alla base:

Quando promuovevo in Italia l’economia sociale di mercato negli anni ’80, e mi chiedevo perché Ludwig Erhard avesse avuto successo in Germania con gli stessi principi che invece Luigi Einaudi non era riuscito a far prevalere in Italia, andare verso l’economia sociale di mercato era per l’Italia una sfida. Quel modello di stampo tedesco stava diventando – con il Trattato di Roma e poi con quello di Maastricht, allora in fase di concepimento – la costituzione economica europea. Includeva aspetti antitetici al pensiero e alla prassi dell’Italia di allora: stabilità monetaria, banca centrale indipendente, disciplina di bilancio, mercato aperto e concorrenziale. Certo c’era anche il “sociale”, ma perseguito ordinatamente, con un sistema fiscale redistributivo; non disordinatamente, con prezzi politici e altre interferenze dello Stato nel mercato. Per l’Italia, andare verso l’economia sociale di mercato voleva dire andare verso la disciplina e verso l’Europa. Questo fondamentale processo, lentamente, ebbe luogo. Oggi, il richiamo dell’economia sociale di mercato, in particolare in Italia, dà a volte l’impressione di essere pronunciato con un’ispirazione opposta. [...] Vedo [...] due insidie. Da un lato, la frettolosa assoluzione del modello economico degli Stati Uniti, benché lì sia nata la crisi attuale. Dall’altro, il rischio che il revival dell’economia sociale di mercato diventi un passe-partout per introdurre maggiori dosi di “socialità” e di discrezionalità della “politica”, senza sottoporle a un vaglio attento. [...] Si è un po’ insofferenti verso la disciplina imposta dalle regole del bilancio pubblico o da quelle del mercato, e allora si “rivendica”, in contrapposizione alla prova non buona data di recente dal modello americano [...] la legittimità, anzi la necessità, di maggiori dosi di socialità e di discrezionalità politica.⁵¹

⁴⁹ Weidmann (2013), p. 3

⁵⁰ Draghi (2013), p. 2.

⁵¹ Bastasin (2008), p. 3.

Secondo le autorevoli testimonianze di Weidmann, Draghi e Monti, il Trattato di Maastricht quindi non si limita a disegnare una Unione economica e monetaria equiparabile a una sorta di *gold standard* ‘rinforzato’, costruito sulla base di una rinnovata fede nei meccanismi di funzionamento delle economie di mercato descritti dalla tradizione neoclassica. Esso accoglie anche le lezioni che i neoliberali tedeschi hanno tratto dalla crisi degli anni ’30 del secolo scorso.

Nella prossimo capitolo vedremo che le norme dei trattati su cui si fonda l’Unione europea definiscono una *costituzione economica* riconducibile ai principi individuati da Walter Eucken e dagli altri esponenti della Scuola di Friburgo per tutelare l’efficienza dell’economia di mercato dallo sviluppo di forme di potere privato e da interventi di politica economica discrezionali. In coerenza con le premesse dei trattati su cui si fonda l’Unione europea, le autorità tedesche e quelle europee si sono mosse in base alla convinzione che la soluzione della crisi non possa passare attraverso interventi che incidono direttamente sui processi economici, ma attraverso nuove regole che consentano di colmare le lacune e le omissioni che hanno contribuito a causare la crisi, e attraverso il richiamo degli Stati membri al rispetto delle regole stesse.

Inoltre, nel sesto capitolo vedremo che, sulla base dell’esempio fornito dalla Germania a metà del primo decennio del nuovo secolo, nell’intento di garantire la diffusione dei benefici generati dal funzionamento delle economie di mercato, dopo lo scoppio della crisi, gli Stati ‘periferici’ dell’Unione monetaria sono stati spinti verso l’adozione di un modello sociale molto diverso da quello tradizionalmente associato al ‘capitalismo renano’. Un modello che è coerente con la concezione originaria di economia sociale di mercato elaborata in Germania nel secondo dopoguerra. Le parole di Mario Monti citate poco sopra chiariscono che è in conformità a tale concezione che deve essere interpretato il riferimento all’economia sociale di mercato contenuto nel terzo comma dell’articolo 3 del Trattato sull’Unione europea (TUE).

CAPITOLO 5

Ordoliberalismo e costituzione economica europea

Per illustrare l'influenza del liberalismo delle regole (*ordoliberalismo*) della Scuola di Friburgo sui trattati europei e sulle modalità di gestione della crisi, in questo capitolo facciamo riferimento ai lavori di Walter Eucken. In particolare, guarderemo alle sue due opere maggiori, le *Grundlagen der Nationalökonomie (I fondamenti dell'economia nazionale)*, in cui l'economista di Friburgo tratta dei problemi di *teoria dell'ordinamento*, e i *Grundsätze der Wirtschaftspolitik (Principi di politica economica)*, invece dedicati ai problemi di *politica* dell'ordinamento.

1. La teoria dell'ordinamento e la politica dell'ordinamento negli scritti di Walter Eucken

1.1. La teoria dell'ordinamento

Nella prima delle sue due opere maggiori, le *Grundlagen der Nationalökonomie*, Eucken affronta il problema della 'grande antinomia' tra la conoscenza storica empirica e la conoscenza teorica generale che diede vita all'aspra polemica, nota come 'controversia sul metodo' (*Methodenstreit*), tra Carl Menger, il padre fondatore della Scuola 'austriaca' di economia politica e Gustav Schmoller, l'esponente di maggior spicco della Scuola storica tedesca:

The economist has to see economic events as part of a particular individual-historical situation if he is to do justice to the real world. He must see them also as presenting general-theoretical problems if the relationships of the real world are not to escape him. How can he combine these two views?¹

Già nel 1937, nel saggio intitolato *Il nostro compito*, che apriva il primo numero della serie *Ordnung der Wirtschaft (L'ordinamento dell'economia)*, Eucken, assieme agli altri due fondatori della Scuola di Friburgo, i giuristi Franz Böhm e Hans Großmann-Doerth, aveva chiarito l'intenzione di voler offrire un'alternativa all'approccio a-teorico, privo di principi e, quindi, favorevole all'adozione di politiche economiche discrezionali, della Scuola storica tedesca.² Tuttavia, Rudolf Richter (2012, p. 475-

¹ Eucken (1940) [1950], p. 41. Sul *Methodenstreit* si confronti Roncaglia (2003), pp. 334-337.

² “[...] nel suo sforzo di comprendere la realtà storica, senza mai perdere di vista il cambiamento continuo, Gustav von Schmoller non sapeva come utilizzare l'astratto apparato di pensiero dell'economia politica. Non si rese conto che se non si utilizza questo apparato, è impossibile arrivare a una qualche vera comprensione delle interdipendenze all'interno del sistema economico. [...] La cosa disastrosa fu che sotto la sua guida gli economisti politici tedeschi dimenticarono come applicare una teoria, come migliorarla e come effettuare analisi economiche. Per tale motivo essi

476) sottolinea come nelle *Grundlagen der Nationalökonomie* Eucken assuma una posizione intermedia tra l'approccio della Scuola storica tedesca e quello della Scuola 'austriaca'. Infatti, Eucken dà vita a una teoria dell'ordinamento (*Ordnungstheorie*), intesa come "processo di comprensione scientifica della vita economica reale",³ che si sostanzia nell'adozione di un approccio *morfologico* caratterizzato da elementi di analisi sia storici che teorici.

Sul piano dell'analisi teorica, Eucken utilizza concetti matematici in senso lato, facendo riferimento alle curve di domanda e di offerta, alla teoria del monopolio di Cournot, alla teoria dell'oligopolio di Stackelberg e alla nozione di costo marginale. Cionondimeno, egli non fa uso né di funzioni di utilità né di metodi di massimizzazione vincolata e nemmeno del concetto di ottimalità paretiana, tenendosi quindi lontano dalla teoria del valore marginalista. D'altro canto, nelle *Grundlagen der Nationalökonomie* l'unità d'analisi è data dagli ordinamenti economici (*Wirtschaftsordnungen*) storicamente determinati in cui si realizzano i programmi e hanno luogo le azioni dei singoli agenti economici.⁴

Per risolvere la tensione tra analisi storica e analisi teorica, Eucken utilizza un processo di astrazione preso a prestito dalla fenomenologia di Edmund Husserl per definire una serie di forme economiche pure e ideal-tipiche sulla base di esempi tratti dal mondo reale:

Just as a huge variety of words of different composition and different length can be formed out of two dozen letters, similarly an almost unlimited variety of actual economic systems can be made up out of a limited number of basic pure forms. It is the task of economics to investigate these as thoroughly as possible by extracting their significant characteristics. To study them thoroughly is to discover all those ideal types of economic forms out of which actual economic systems present and past have been, and are, composed. [...] The basic constituent forms cannot be precisely and systematically worked out by relying on speculative generalisations or by laying down axioms. This would only widen the gap between the historical facts and our theoretical investigation. Arbitrary model-building is a serious,

dimenticarono anche come comprendere il funzionamento del sistema economico complesso. In breve, persero contatto con la realtà e commisero proprio quell'errore che più aborriscono, dato che la realtà non è un accumulo di fatti non collegati. [...] Una tale concezione dell'economia politica era destinata a fallire una volta che si sarebbero dovuti affrontare i grandi problemi della vita economica, come ad esempio l'inflazione tedesca o il problema dei trasferimenti." (Eucken, Böhm e Großmann-Doerth (1936) [2010], pp. 55-56)

³ Eucken (1940) [1950], p. 221.

⁴ "Whether it is the economy of ancient Egypt or of Augustan Rome or of medieval France or modern Germany or anywhere else, every economic plan or economic action of every peasant, landlord, trader, or craftsman takes place within the framework of an economic order or system, and it is only to be understood within this framework. The economic process goes on always and everywhere within the framework of an historically given system." (*Ibidem*, p. 80)

though a common error. We can only make this new step in the analysis if we keep in close touch with the real economic world.⁵

Eucken individua due ideal-tipi principali di ordinamenti economici. Da un lato, l'economia a pianificazione centralizzata (*Zentralverwaltungswirtschaft*) e, dall'altro, l'economia di mercato (*Verkehrswirtschaft*) basata su relazioni di scambio decentralizzate e sul meccanismo di determinazione dei prezzi. Inoltre, Eucken suddivide l'ideal-tipo dell'economia di scambio in ulteriori 25 forme di ordinamenti economici determinate attraverso la combinazione di cinque diverse figure di mercato che caratterizzano sia il lato della domanda che quello dell'offerta (concorrenza, oligopolio parziale, oligopolio, monopolio parziale e monopolio).⁶ Infine, Eucken associa alle forme economiche così identificate due differenti tipi di ordinamenti monetari che si distinguono a seconda che le funzioni di unità di conto e di mezzo di scambio della moneta vengano separate o meno.⁷

A giudizio di Eucken, l'esame morfologico degli ordinamenti economici è di fondamentale importanza, perché consente di comprendere le caratteristiche strutturali dei sistemi economici storicamente determinati, e perché fornisce la base per formulare e analizzare problemi teorici 'generali' ai fini della considerazione delle interdipendenze che caratterizzano i processi economici.⁸ In tal modo, l'economista è in grado di affrontare i problemi della politica economica partendo da uno schema coerente e unificato:

The economist by gaining an understanding of different economies and their structure, and of the course taken by the economic process, is then able to advance to a further big complex of problems, that of economic policy. [...] For many decades men have been accustomed to turn to particular problems of economic policy case by case. But the interdependence of all economic life demands that they all be seen and treated together interdependently. If economic policy neglects to do this the results are painfully clear, as in the case of states which tried to pursue an autonomous trade cycle policy and also remain on the gold standard, or which tried by their company law to obstruct the formation of joint stock companies, but countered the effect of their legislation by their tax policy.⁹

Attraverso il suo approccio morfologico, Eucken prende le distanze dall'approccio funzionalista ai problemi economici, in cui gli effetti degli interventi di politica economica vengono valutati non con riferimento alla struttura organizzativa complessiva del sistema economico, ma con riferimento a specifiche

⁵ *Ibidem*, pp. 109, 117.

⁶ *Ibidem*, pp. 117-158. Si veda, in particolare, lo schema riassuntivo a pagina 158.

⁷ *Ibidem*, p. 162.

⁸ *Ibidem*, p. 173.

⁹ *Ibidem*, pp. 313-314.

grandezze economiche come, per esempio, i tassi di interesse, il livello generale dei prezzi e il livello dell'occupazione. Per Eucken, invece, "ogni misura di politica economica ha senso soltanto nel quadro dell'ordinamento complessivo dell'economia in cui si svolgono i singoli processi economici".¹⁰

Negli scritti di Eucken il problema della politica economica si traduce nel problema della definizione di un ordinamento dell'economia che, nel contesto di una economia industrializzata caratterizzata dalla diffusione della civilizzazione di massa, sia non soltanto efficiente e duraturo, ma che renda anche giustizia alla dignità dell'uomo. Tuttavia, per realizzare questo obiettivo non è sufficiente affidarsi alle forze spontanee che animano i sistemi economici. È invece necessario agire coscientemente attraverso un insieme di regole giuridiche che diano forma al sistema economico nazionale e internazionale in tutte le sue diverse articolazioni:

The numerous and rapidly changing economic systems of the age of industrialism have mostly been dominated by the exchange form of economy, and lately also by the centrally administered form. These changes have led to many upheavals in the course of the economic process, to concentrations of struggles for power, and to social tensions, and have hastened the spread of mass civilisation. One of the great tasks of the present age is to find an effective and lasting system, which does justice to the dignity of man, for this new industrialised economy with its far-reaching division of labour. [...] The problem will not solve itself simply by our letting economic systems grow up spontaneously. The history of the last century has shown this plainly enough. The economic system has to be consciously shaped. The detailed problems of economic policy, whether of agricultural policy, trade policy, credit, monopoly, or tax policy, or of company or bankruptcy law, are part of the great problem of how the whole economy, national and international, and its rules, are to be shaped.¹¹

Eucken conclude le *Grundlagen der Nationalökonomie* dichiarando che la discussione dei problemi di *teoria* dell'ordinamento affrontata nel suo libro rappresenta soltanto una preparazione alla trattazione delle questioni di *politica* dell'ordinamento. È compito della politica dell'ordinamento (*Ordnungspolitik*) definire i principi di una costituzione economica, intesa come "decisione generale sull'ordinamento della vita economica di una comunità",¹² che funga da guida alle decisioni del legislatore:

[...] the understanding of economic life, present and past, with which alone we have been concerned, is also a preparation for the work of shaping the economic constitutions of the future. Legal and economic thought in the course of the nineteenth century and at the beginning of the twentieth century

¹⁰ Eucken (1952), p. 9.

¹¹ Eucken (1940) [1950], p. 314.

¹² *Ibidem*, p. 83.

went their separate ways and have seldom been in contact. In this period the conviction predominated that although a legal system had to be established and built up, an efficient “natural” economic system would develop spontaneously. It was not necessary consciously to create an economic system. It arose of its own accord. Consequently the legal system contained no principles by which the contracts, business agreements, company promotions, etc., of everyday life were to be linked together in an effective unified economic process. Meanwhile it has become obvious that the modern industrialised world does not of itself produce an effective economic system, but requires certain controlling constitutional principles as a foundation. This change alters the relation between legal thought and practice on the one hand, and economic life and thought on the other. Legal thought and practice will to an increasing extent have the task of co-operating in the building and establishing of this economic constitution. The different branches of law – for example those concerned with companies, taxation, monopolies, labour, patents, and branded goods – will depend for their content and interpretation on the decisions about the economic constitution as a whole, and will be very different according to whether the controlling principles of perfect competition, or of some other form of market, or those of a centrally administered economy, predominate.¹³

Secondo Eucken, dunque, la ‘mano invisibile’ può dispiegare la sua azione benefica soltanto nel quadro di una adeguata cornice istituzionale che chiama in causa la responsabilità della politica.¹⁴ Questa concezione si pone in netto contrasto con la nozione di ‘mercato non ostacolato’ difesa da Mises:

The imaginary construction of a pure unhampered economy [...] assumes that the operation of the market is not obstructed by institutional factors. It assumes that the government, the social apparatus of compulsion and coercion, is intent upon preserving the operation of the market system, abstains from hindering its functioning, and protects it against encroachments on the part of other people.¹⁵

Come vedremo meglio nel prossimo capitolo, Friedrich von Hayek condivide l'avversione di Mises per le concessioni alle questioni di giustizia sociale dei neoliberali tedeschi, genericamente definiti da Mises come ‘ordointerventisti’. Di più difficile valutazione, invece, è la relazione di Hayek con gli ordoliberali in senso stretto della Scuola di Friburgo. Come è noto, infatti, nel 1962 Hayek lasciò l'Università di Chicago per occupare una cattedra di politica economica alla Facoltà di Scienze giuridiche e politiche dell'Università di Friburgo. Viktor Vanberg (2003, p. 97) sottolinea come nella sua prolusione del 18 giugno Hayek abbia posto

¹³ *Ibidem*, p. 315.

¹⁴ “La ‘mano invisibile’ non crea di per sé forme in cui gli interessi individuali e quelli generali vengono conciliati gli uni con gli altri.” (Eucken (1952), p. 360)

¹⁵ Mises (1949) [1996a], p. 237.

l'accento sul suo rapporto personale e intellettuale con i rappresentanti della Scuola di Friburgo, e in particolare su quello di lunga data che lo legava a Walter Eucken.¹⁶ Tuttavia, al di là dei legami personali e della circostanza che Hayek si sentisse molto più vicino al liberalismo professato da Eucken che non a quello difeso da Rüstow e da Röpke, resta il fatto che tra le concezioni della Scuola di Friburgo e quelle di Hayek non vi fossero soltanto delle fondamentali comunanze, ma anche delle evidenti differenze di fondo.

Vanberg (2003, pp. 98-109) ricorda che nella sua *Nobel Lecture*, intitolata *The Pretence of Knowledge (La presunzione del sapere)*, Hayek riafferma la sua convinzione che, in ragione della conoscenza inevitabilmente limitata dei fatti e dei nessi causali dai quali dipende la complessa struttura dei rapporti sociali ed economici, la minaccia fondamentale che grava sull'ordine sociale ed economico liberale consiste nella pretesa di progettare forme razionali della società che distruggono l'ordine formatosi in base alle esperienze accumulate dalle generazioni precedenti e cristallizzate nelle tradizioni consolidate. Mentre il dissenso degli ordoliberali di Friburgo è indirizzato alle tesi della Scuola storica di von Schmoller, Hayek si oppone non solo alle concezioni interventiste critiche verso il mercato, ma anche alla teoria formale dell'equilibrio neoclassica, fondata sul presupposto che il mercato sia caratterizzato dalla perfetta distribuzione delle informazioni. A giudizio di Hayek, peccano di 'razionalismo costruttivista' tutti coloro che non riconoscono che la definizione di un ordine della convivenza sociale è possibile soltanto se ci si affida alle regole generali che si sono dimostrate valide nel passato. Hayek, dunque, esprime una valutazione scettica sul ruolo che si può attribuire alla politica nella organizzazione del sistema istituzionale.

Secondo Vanberg, le concezioni della tradizione di Friburgo e la filosofia evolucionistica di Hayek non sono però tra loro inconciliabili. Benché rappresentative di punti di vista differenti, esse, in realtà, devono considerarsi complementari:

Se la scuola di Friburgo arriva ad accentuare il ruolo dello Stato come preservatore e organizzatore di regole mirate e a valutare scetticamente le prospettive per una formazione spontanea di un ordine normativo adeguato, Hayek, dal canto suo, giunge ad accentuare soprattutto quanto noi dipendiamo, per i limiti della nostra conoscenza, dalle capacità di coordinamento di un

¹⁶ Dopo aver iniziato la sua carriera di docente alla London School of Economics nel 1931, durante i lunghi viaggi che da Londra lo riportavano periodicamente a Vienna, la sua città natale, Hayek era solito fermarsi a Friburgo per rafforzare l'amicizia e il rapporto intellettuale con Eucken coltivati attraverso il loro scambio epistolare. Inoltre, sin dalla sua nascita nel 1948, Eucken aveva inserito Hayek nel comitato editoriale della rivista *Ordo* assieme a Brandt, Dietze, Lutz, Röpke e Rüstow. Per un approfondimento sui rapporti tra Hayek e il 'liberalismo delle regole' della Scuola di Friburgo, oltre a Vanberg (2003), si confrontino anche Audier (2012b, pp. 461-475), Goldschmidt e Wohlgemuth (2008a [2010], pp. 61-79), Streit e Wohlgemuth (2000) e Kolev (2015)

sistema spontaneo e dalla concorrenza come processo di scoperta, anche nell'organizzazione dello stesso quadro ordinante. [...] I due punti di vista ora citati si differenziano nettamente, ma non ha senso dire che si escludano reciprocamente.¹⁷

Vanberg osserva come, sia pure accentuando il loro specifico punto di vista, i rappresentanti della Scuola di Friburgo non abbiano mai escluso completamente quello di Hayek, e come anche Hayek, soprattutto nei suoi lavori degli anni '40 e '50 del secolo scorso, abbia riconosciuto che soltanto i processi di mercato guidati da regole idonee presentino qualità socialmente auspicabili. Ne *La via della schiavitù*, Hayek infatti afferma:

Il problema sta nel decidere se [...] sia meglio che il detentore del potere coercitivo debba limitarsi, in generale, a creare condizioni nelle quali alla conoscenza e all'iniziativa dei singoli individui sia offerta la maggiore libertà d'azione, affinché questi possano far piani che portino al maggior successo; o se un'utilizzazione razionale delle nostre risorse esiga una direzione centrale e un'organizzazione di tutte le nostre attività secondo un qualche «piano» intenzionalmente progettato. [...] È cosa importante non confondere l'opposizione contro questo tipo di pianificazione con un dogmatico atteggiamento di *laissez faire*. La tesi liberale è a favore della migliore utilizzazione possibile delle forze della concorrenza, quale mezzo per coordinare gli sforzi umani; non si tratta, dunque, di una tesi secondo cui si debbano lasciare le cose così come sono. [...] Essa non nega, anzi sottolinea che, affinché la concorrenza funzioni in modo da arrecare benefici, è necessario un quadro legislativo pensato con cura [...]. [...] Il liberalismo economico si oppone [...] a che la concorrenza venga sostituita da altri metodi, ad essa inferiori, di coordinazione degli sforzi umani.¹⁸

1.2. *La politica dell'ordinamento*

Eucken ha affrontato le questioni di politica dell'ordinamento nell'altra sua opera principale (*Grundsätze der Wirtschaftspolitik*) pubblicata postuma nel 1952 a cura di sua moglie, Edith Eucken-Erdsiek, e del suo allievo Paul Hensel.¹⁹

¹⁷ Vanberg (2003), pp. 106-107.

¹⁸ Hayek (1944) [2011], pp. 80-81. La complementarità tra le concezioni dei fondatori della Scuola di Friburgo e quelle di Hayek è sottolineata anche da Goldschmidt e Wohlgemuth (2008a, pp. 69-76). Essi, infatti, attribuiscono a Hayek un importante ruolo di impulso nello sviluppo della teoria e delle politica dell'ordinamento dopo il suo arrivo all'Università di Friburgo nel 1962, tanto da considerarlo il capostipite di una 'tradizione della cattedra' della Scuola di Friburgo che annovera tra i suoi esponenti più importanti Erich Hoppmann, Manfred Streit e Viktor Vanberg.

¹⁹ Su iniziativa di Hayek, Eucken venne invitato alla London School of Economics per un ciclo di conferenze che si sarebbero tenute nel marzo del 1950, quando Hayek si era già trasferito negli Stati Uniti per assumere l'incarico di professore all'Università di Chicago. Delle cinque conferenze previste Eucken riuscì a tenere soltanto le prime tre, perché morì tragicamente a Londra a causa delle complicazioni di un'influenza. I testi di queste conferenze sono raccolti in Eucken (1951).

Dopo una prima parte introduttiva, Eucken si dedica a una valutazione delle politiche economiche condotte nel XIX e nel XX secolo. Il primo periodo preso in considerazione è quello del *laissez-faire*, in cui il problema della conciliazione dei programmi di azione di una miriade di individui che agiscono sotto l'inevitabile vincolo della scarsità di risorse è stato affrontato attraverso una cieca fiducia nel meccanismo di libera formazione dei prezzi. In questo periodo, ricorda Eucken, l'ordine di mercato era intimamente legato alla istituzione di un ordine legale posto a garanzia dell'autonomia di azione del singolo nei confronti degli altri individui e dello Stato. Eucken critica il *laissez-faire* per non aver formulato delle 'regole del gioco' a tutela del processo economico, lasciando quest'ultimo in balia di forze evolutive spontanee che hanno condotto all'emergenza di oligopoli e monopoli che hanno progressivamente distorto sia l'ordine di mercato che quello legale. In mancanza di un meccanismo che ponesse un freno allo sviluppo degli oligopoli e dei monopoli, il *laissez-faire* ha permesso che il processo concorrenziale diretto alla massima soddisfazione del consumatore (*Leistungswettbewerb*) si trasformasse in un processo volto a ostacolare la concorrenza stessa (*Behinderungswettbewerb*), ovvero in un processo caratterizzato dall'adozione di mezzi diretti a impedire la competizione di altri produttori. Quando prevale la 'concorrenza per prevenire la concorrenza', sul piano pratico le garanzie legali formali erette a tutela della libertà economica, quali la libertà di commercio e la libertà di contratto, vengono meno, e il potere privato si fa beffe dello Stato di diritto.²⁰

Vanberg (2004 [2012], pp. 151-152) sottolinea che, sebbene i fondatori della Scuola di Friburgo concentrassero la loro attenzione sulla minaccia al corretto funzionamento dell'ordinamento concorrenziale derivante dal potere economico privato, essi erano anche convinti che, in realtà, molti dei problemi sollevati dall'eccesso di potere privato rappresentassero conseguenze indirette di maldestri interventi statali o di difetti della struttura giuridico-istituzionale esistente. Eucken, per esempio, ha osservato che "in molti settori dell'industria tedesca i cartelli scomparirebbero immediatamente se le tariffe fossero tolte. [...] A dispetto delle precauzioni giuridiche, la legge sui brevetti ha innescato inaspettatamente delle potenti tendenze verso la formazione dei monopoli e dei processi di concentrazione industriale."²¹

Il secondo periodo storico preso in esame da Eucken è quello delle 'politiche economiche sperimentali', un periodo coincidente con gli anni successivi alla conclusione della prima guerra mondiale, caratterizzato dalla proliferazione di politiche governative di natura funzionale in numerose aree di intervento come, per esempio, la legislazione sociale, le tariffe a protezione delle produzioni nazionali e la

²⁰ Eucken (1952), pp. 29-31, 31-43, 48-55.

²¹ Citato in Vanberg (2004) [2012], p. 152.

promozione dei monopoli. A giudizio di Eucken, queste politiche hanno alimentato un processo che, senza riguardo alcuno per l'ordinamento generale delle attività economiche, ha determinato la progressiva sostituzione dell'ordine concorrenziale e di un efficiente meccanismo di formazione dei prezzi con forme sempre più invasive di direzione statale. Eucken sottolinea che le tendenze messe in moto dalle politiche sperimentali spingono nella direzione di ordinamenti economici basati sulla pianificazione centralizzata, mostrando i pericoli insiti in un approccio funzionale alla politica economica.²² Inoltre, questo approccio non alimenta soltanto le spinte che minano l'efficienza dell'ordinamento economico, ma provoca anche danni negli altri ordinamenti della vita sociale di un paese.²³ Eucken infatti sottolinea che:

[...] l'ordinamento dell'economia nella sua interezza, come anche i sottordinamenti di cui è composto, si trova in una condizione di dipendenza reciproca con tutti gli altri ordinamenti della vita umana. Pertanto, non esiste soltanto una interdipendenza economica, ma anche una interdipendenza tra l'ordinamento dell'economia e tutti gli altri ordinamenti della vita sociale.²⁴

Infine, Eucken analizza i meccanismi di funzionamento dei sistemi a pianificazione centralizzata, evidenziando come la direzione dal centro dei processi economici porti alla definitiva distruzione delle fondamentali libertà di contratto, di commercio, di circolazione e di associazione e, con essa, alla dissoluzione dello stesso Stato di diritto.²⁵

Razeen Sally (1996, p. 238) sottolinea che le considerazioni di Eucken sulle politiche economiche messe in atto tra il XIX e il XX secolo consentono di specificare il tema centrale della elaborazione teorica dell'economista tedesco, che consiste nella individuazione degli effetti distorsivi prodotti dal *potere*, sia privato che pubblico, sull'ordine liberale e nella definizione delle soluzioni che possono condurre alla sua esautorazione.²⁶ Nel XIX secolo, l'ascesa di forme di potere

²² Eucken (1952), pp. 149-154, 169-175, 185-193, 266-267. A questo proposito, Vanberg (2003, p. 100) osserva come Eucken, Böhm e Großmann-Doerth abbiano sviluppato le loro convinzioni "in un ambiente in cui la concorrenza di mercato era esclusa da ampi settori della vita economica, falsata o notevolmente ostacolata, soprattutto a causa di due processi. Da una parte c'era la diffusa formazione di cartelli e di altre concentrazioni di potere economico: un'evoluzione che era stata promossa principalmente da una sentenza della Corte Suprema del 1897 che dichiarava legali i contratti di cartello e con ciò metteva a disposizione il potere statale legale e contrattuale per risolvere il ben noto problema dell'instabilità negli accordi di cartello. Dall'altra parte si osservava il continuo ampliarsi di una politica interventista che si attivava in modo puntuale e discrezionale nel processo dello sviluppo economico. Una politica che non voleva né era in grado di opporsi alle sempre nuove richieste dei gruppi di interesse per un trattamento particolare sotto forma di sovvenzioni, protezionismo, facilitazioni fiscali o altri privilegi."

²³ Eucken (1952), pp. 220-221.

²⁴ *Ibidem*, p. 14.

²⁵ *Ibidem*, pp. 58-139.

²⁶ Su questo argomento si confronti anche Kolev (2013), pp. 21-25.

privato ha condotto non solo alla degenerazione dell'ordine di mercato e dell'ordine legale, ma anche a indebite intrusioni nella sfera della politica che hanno preparato il terreno all'attuazione di politiche economiche sperimentali. Con le politiche sperimentali cresce anche il potere pubblico e si apre un periodo in cui la collusione tra potere privato e potere pubblico conduce ad accordi di natura corporativa che creano le premesse per l'annientamento finale dell'ordine di mercato attraverso la pianificazione centralizzata.

Per Eucken, “soltanto con la realizzazione della forma di mercato della ‘concorrenza completa’ il fenomeno del potere economico passa in seconda linea.”²⁷ Pertanto, solo nel contesto dell'ideal-tipo della ‘concorrenza completa’ le scarse risorse disponibili possono essere allocate coordinando le decisioni di produzione e di consumo attraverso il sistema dei prezzi in modo tale da garantire la massima soddisfazione del consumatore.²⁸ Nella visione degli ordoliberali di Friburgo la sovranità del consumatore è di preminente importanza. Sulla scia della lezione degli economisti classici della Scuola scozzese, essi infatti sottolineano che, in una economia di mercato, gli interessi dei consumatori rappresentano i soli interessi

²⁷ Eucken (1940) [1950], p. 269. Nel lessico adottato da Eucken, il concetto di ‘concorrenza completa’ non coincide con quello di ‘concorrenza perfetta’ della tradizione neoclassica. Eucken, infatti, è critico nei confronti della definizione assiomatica di concorrenza perfetta, in particolare per quanto riguarda le caratteristiche di omogeneità dei beni offerti e delle imprese offerenti, e per quanto concerne il criterio della numerosità degli operatori di mercato: “[...] la scienza economica ha sviluppato la morfologia delle forme di mercato. Nella misura in cui la morfologia è diretta a cogliere la realtà dell'economia e a specificare con precisione le forme che ne fanno parte, essa è anche in grado di determinare esattamente che cosa sia la concorrenza (a tali fini, tuttavia, si dimostra inadatta una scienza che costruisce determinati modelli in modo assiomatico e che non ricerca e non individua le forme [di mercato] nella realtà). [...] Qualora il modello di economia venisse definito in modo tale da far sì che tutti i beni e le imprese offerenti sono omogenei sotto tutti gli aspetti, si rinuncerebbe a priori a individuare la vera concorrenza così come si presenta nella realtà economica. [...] Con riferimento alla concorrenza, il confine non deve essere tracciato determinando in termini generali il numero degli offerenti e dei domandanti per ogni forma di mercato. Ciò è impossibile. Cionondimeno, per ogni caso concreto i dati del programma di scambio di ogni partecipante al mercato fanno emergere se un offerente o un domandante si trova in una situazione di concorrenza o di oligopolio. Se il produttore di graticole inserisce il prezzo che si forma su un mercato anonimo nei dati del suo programma di scambio, allora sussiste concorrenza. Se, invece, egli tiene conto di specifiche reazioni dei concorrenti o delle controparti di mercato, il suo piano economico è quello di un oligopolista.” (Eucken (1952), pp. 24, 248 e Eucken (1940) [1950], pp. 124-125)

²⁸ Eucken (1940) [1950], pp. 195-196. Eucken fornisce la seguente definizione della forma di mercato della ‘concorrenza completa’: “La concorrenza completa non consiste in una lotta uomo contro uomo, ma si compie in direzione parallela. Essa non è concorrenza diretta a ostacolare o danneggiare altri concorrenti, ma concorrenza indirizzata alla massimizzazione delle prestazioni. [...] Nell'ambito dell'ordinamento concorrenziale, la concorrenza completa non serve però soltanto a migliorare le prestazioni, perché essa rappresenta anche la forma di mercato che definisce i prezzi che indirizzano il processo economico. [...] La forma di mercato della concorrenza completa si realizza quando sia gli offerenti che i domandanti si trovano in concorrenza gli uni con gli altri e costruiscono i loro programmi economici in base a tali rapporti concorrenziali.” (*Ibidem*, pp. 247-249)

giustificabili, e che la ricerca imprenditoriale del profitto viene messa al servizio del consumatore grazie alla concorrenza.²⁹ Eucken osserva che, ai fini della realizzazione delle essenziali funzioni svolte dalla concorrenza, non si può ammettere alcun compromesso tra i principi che governano una economia di mercato e quelli che invece caratterizzano i sistemi a pianificazione centralizzata.³⁰

Inoltre, Eucken afferma che, quando l'economia è diretta attraverso forme di amministrazione centralizzata, anche l'indivisibile libertà dell'individuo viene minacciata, perché la natura della convivenza sociale viene decisa dall'alto:

La società viene modellata dall'alto in misura tanto maggiore, quanto più forte è l'affermazione di forme di direzione centralizzata dell'economia. Ogni ordine sociale assume la forma di una piramide. Esiste sempre una classe dirigente. Una società 'priva di classi' non è mai esistita e non esisterà mai. Tuttavia, questa piramide può essere costruita dal basso, ma è anche possibile che l'organizzazione delle condizioni degli strati inferiori venga decisa dal vertice. In questo caso, la società non viene edificata da forze spontanee, ma viene invece diretta dall'alto, e la sua articolazione dipende dalle istruzioni che provengono dai funzionari che occupano le posizioni centrali. In questo modo, però, il singolo essere umano viene minacciato nel centro stesso della sua esistenza.³¹

La tutela della libertà individuale dunque presuppone che i processi economici non si svolgano secondo un principio di subordinazione, ma in base al coordinamento delle libere determinazioni delle famiglie e delle imprese. È compito della politica economica dell'ordinamento concorrenziale (*Wirtschaftspolitik der Wettbewerbsordnung*) definire il quadro di regole e le forme entro le quali si dispiega la libertà di programmazione e di azione dei singoli agenti economici:

²⁹ "The fundamental assumptions on which the teachings of the classical economists hung were that production served exclusively to fulfil consumption, that the consumer's interests represented the sole directly justifiable economic interests and that in particular the producer's interests could only be taken into account inasmuch they satisfied the needs of the consumer. [...] One of the then current ideas, keenly espoused by the Scottish School, consisted in the attempt to make an honest subject of the private pursuit of profit and to recognize in law the role which the profit motive was in fact playing in practice. At the same time, there had to be an end to the protected freedom of action accorded to producers. The quest for profit ought not to operate to the detriment of a helpless consumer tied to the apron-strings of the producers. On the contrary, the consumers should be liberated and enabled to choose from among the suppliers the one who met their requirements most thoroughly and willingly. This link between the profit motive and competition placed the entrepreneur's pursuit of profit in the direct service of the consumer." (Böhm (1982), pp. 107, 109)

³⁰ Eucken (1952), pp. 144-145. In caso contrario è come se "due orchestre dirette da due direttori diversi suonassero nella stessa sala, sino a quando una delle due non lasci campo libero all'altra." (*Ibidem*, p. 144)

³¹ *Ibidem*, p. 188.

La politica economica dell'ordinamento concorrenziale mira a dare ai mercati un ordinamento tale che tutte le componenti del processo economico vengano integrate in modo sensato. Il singolo agricoltore, industriale, artigiano e lavoratore deve essere lasciato libero di pianificare e agire. Gli agenti economici non eseguono ordini, ma cercano di determinare in proprio quello che gli appare come il miglior impiego possibile della loro forza lavoro, dei loro mezzi di produzione e del loro denaro. Pertanto, non sussiste subordinazione, bensì coordinamento delle famiglie e delle imprese. La decisione su ciò che le imprese producono, sulle tecniche che intendono adottare, sulle materie prime che vogliono acquistare e su quali mercati abbiano intenzione di vendere è libera. Anche i lavoratori non sono obbligati a prestare servizio ai fini di un determinato impiego. Essi hanno diritto alla libertà di circolazione e alla libertà del contratto di lavoro. Vigè la libertà di consumo. Tuttavia, non vi è la libertà di definire in modo discrezionale le regole del gioco e le modalità di svolgimento del processo economico, le forme di mercato e i sistemi monetari. È proprio questo il campo di azione della politica dell'ordinamento.³²

Alla domanda su quale sia la natura del ruolo dello Stato in economia Eucken quindi risponde:

[...] lo Stato deve agire sulle *forme* dell'economia, ma [...] non deve essere esso stesso a dirigere i *processi* economici [...]. Pertanto, si alla pianificazione delle forme, no alla pianificazione e al controllo del processo economico. Essenziale è aver chiara la differenza tra *forma* e *processo*, e agire di conseguenza.³³

Dalle considerazioni svolte in precedenza emerge che, a giudizio di Eucken, la politica dell'ordinamento deve necessariamente mirare a costruire la forma di mercato della 'concorrenza completa':

La forma di mercato che domina l'ordinamento concorrenziale è la forma di mercato della 'concorrenza completa'. È attraverso la concorrenza completa che devono essere coordinati i programmi e le decisioni delle singole imprese e famiglie.³⁴

In altre parole, i principi della costituzione economica devono essere formulati con riferimento alle caratteristiche dell'ideal-tipo della 'concorrenza completa'. A tal fine, Eucken individua una serie di *principi costitutivi* e di *principi regolatori* sinteticamente descritti nella figura 11. Il catalogo di principi definiti da Eucken consente di misurare il grado di conformità delle singole misure di politica economica in rapporto alla decisione generale di organizzare la vita economica della comunità nazionale secondo i canoni della 'concorrenza completa'.

³² *Ibidem*, pp. 245-246.

³³ Eucken (1951), pp. 95 e ss. (citato in Felice (2008), p. 23).

³⁴ Eucken (1952), p. 246.

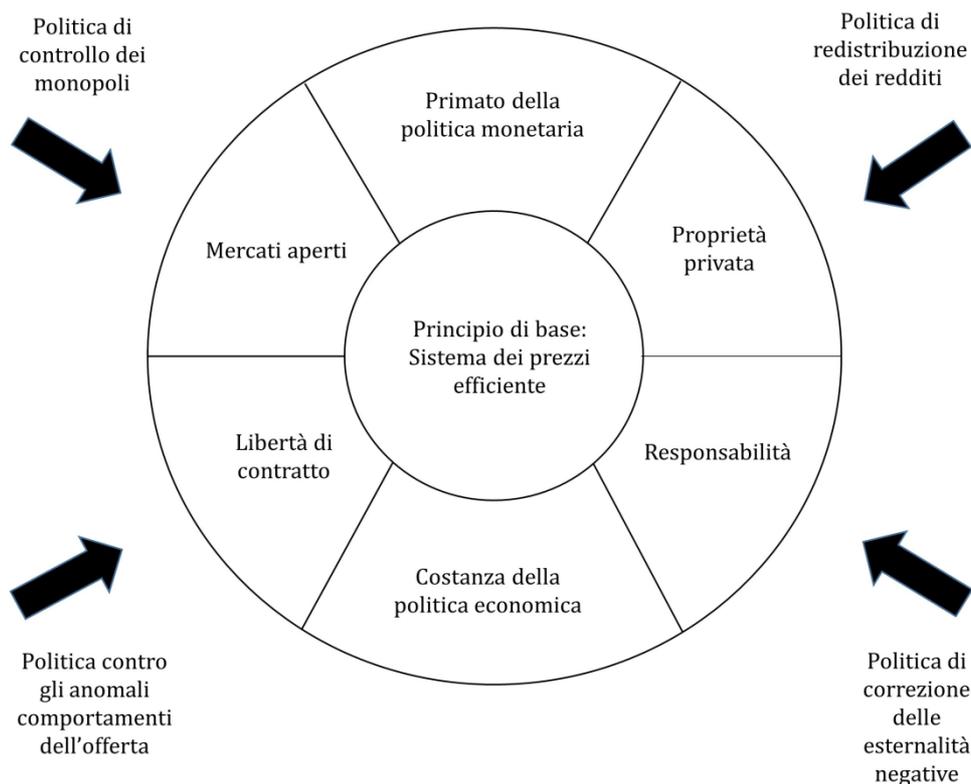


Figura 11 – Principi costitutivi e principi regolatori dell'ordinamento concorrenziale
(Fonti: Schüller e Krüsselberg (1992), riprodotta in Horn (2010), p. 63)

1.2.1. I principi costitutivi dell'ordinamento concorrenziale

I due cerchi concentrici nella parte centrale della figura 11 contengono i sette principi costitutivi dell'ordinamento concorrenziale. Essi esprimono regole astratte di validità universale che rappresentano i pilastri fondamentali dell'ordinamento concorrenziale.

1) La realizzazione di un efficiente sistema dei prezzi

Nella figura 11, la disposizione dei principi costitutivi in due cerchi concentrici non è affatto casuale, ma riflette una precisa gerarchia, che attribuisce una posizione assolutamente centrale al principio di base (*Grundprinzip*) della realizzazione di un efficiente sistema dei prezzi.

Il sistema dei prezzi basato sul meccanismo della domanda e dell'offerta svolge infatti una indispensabile funzione segnaletica che fornisce informazioni sulle scarsità relative e sulle preferenze degli agenti economici, consentendo di indirizzare le scarse risorse disponibili verso il loro utilizzo più efficiente, quello, cioè,

coincidente con la massima soddisfazione dei bisogni espressi dai consumatori.³⁵ Soltanto in questo modo si può dare risposta alla questione centrale della politica economica di come si possa definire un adeguato meccanismo di governo del processo economico, una questione che, con l'avvento della rivoluzione industriale e l'accentuazione della divisione del lavoro, ha assunto una dimensione ancora più rilevante.³⁶

Con evidenti riferimenti alle implicazioni di politica economica della *Teoria generale* di Keynes, Eucken è estremamente critico nei confronti delle politiche macroeconomiche dirette ad assicurare la piena occupazione delle risorse produttive:

Nella maggior parte dei paesi attualmente vengono attuate politiche orientate alla piena occupazione. Tali politiche si basano sulla convinzione che, nelle economie moderne, vi sia la tendenza a investire troppo poco. L'intento, quindi, è di realizzare la piena occupazione attraverso un sostegno all'attività di investimento. [...] In effetti è assurdo che, nella attuale condizione di penuria economica, di cui ha sofferto e continua a soffrire la maggior parte dell'umanità, restino inutilizzati molti lavoratori, e con essi anche molte macchine e scorte di materie prime e di semilavorati. [...] La nostra coscienza sociale ci vieta di tollerare la disoccupazione di massa, e la ragion di Stato pretende altrettanto. Quando milioni di persone sono incolpevolmente disoccupate, si tratta di un chiaro segnale che il processo economico è governato in modo insufficiente. Tuttavia, questa proposizione non può essere invertita: *la presenza di condizioni di piena occupazione non indica l'esistenza di una adeguata soluzione al problema dell'ordinamento.* [...] la piena occupazione può essere accompagnata dal bisogno economico e, di conseguenza, la piena occupazione non può assolutamente essere l'unico obiettivo della politica economica [...].³⁷

Secondo Eucken, le politiche di stimolo alla domanda aggregata basate sui disavanzi del bilancio pubblico, sul denaro a buon mercato e sull'espansione creditizia portano alla distruzione del meccanismo dei prezzi che governa il processo economico.³⁸ Gli effetti distorsivi sul meccanismo dei prezzi prodotti dalle politiche

³⁵ “Quando qualcuno compra un vestito, egli, indirettamente, non esprime soltanto una domanda di filo o di lana e di colore, ma anche una domanda di carbone. E se in un paese aumenta la domanda di vestiti, allora ciò indica che una quantità maggiore di carbone deve essere indirizzata verso le imprese dell'industria tessile e dell'abbigliamento, e che i consumatori richiedono che venga lavorata anche una maggiore quantità di materie prime tessili.” (*Ibidem*, p. 144)

³⁶ *Ibidem*, pp. 254-255.

³⁷ *Ibidem*, pp. 140-141.

³⁸ “[...] il grande processo economico basato sulla divisione del lavoro necessita di un ordinamento dell'economia che disponga di una macchina per il calcolo utilizzabile o di un misuratore delle scarsità; altrimenti il processo di governo dell'economia è insufficiente. [...] la politica della piena occupazione con la sua politica del deficit pubblico e la sua politica dei bassi tassi di interesse e dell'espansione creditizia distrugge il meccanismo di governo basato sui prezzi [...]. [...] Tutti gli esperimenti di politica della piena occupazione soffrono del fatto di non essere diretti alla

della piena occupazione derivano da una cattiva allocazione delle risorse produttive disponibili, e si manifestano attraverso un insufficiente approvvigionamento dell'economia:

[...] con la paralisi del misuratore di scarsità [...] la politica della piena occupazione non incontra più ostacoli nella destinazione dei lavoratori anche a impieghi in cui essi producono valori inferiori a quelli consumati. I lavoratori vengono occupati nella costruzione di strade e ferrovie, senza che si debba, o si possa, calcolare esattamente se queste attività entrano nel processo economico complessivo in modo tale da integrarsi con tutti gli altri lavoratori e mezzi di produzione materiali. [...] Anche se si è raggiunta la piena occupazione, il meccanismo di governo del processo economico complessivo si rivela insufficiente. Di conseguenza, si producono dei 'colli di bottiglia' e delle deficienze nell'approvvigionamento dei mezzi di produzione che si sarebbero potute evitare. [...] Il male della disoccupazione è stato rimpiazzato dal male dell'insufficiente approvvigionamento. [...] I politici della piena occupazione considerano gli investimenti in modo restrittivo, e spesso esclusivo, dal punto di vista della loro dimensione aggregata. [...] L'eminente problema di come distribuire gli investimenti rispettando le corrette proporzioni tra i loro diversi utilizzi viene ignorato, oppure non viene considerato affatto o soltanto in misura minima (né si è in grado di risolverlo, se il misuratore di scarsità non è in funzione); si investe abbastanza arbitrariamente nella costruzione di strade, nella estrazione del carbone, o in qualunque altro settore sulla base di valutazioni approssimative, e ci si sorprende se, all'improvviso, si manifestano delle disproporzionalità, se vengono a mancare importanti mezzi di produzione, [...] e se anche l'approvvigionamento di beni di consumo diminuisce.³⁹

Eucken afferma che la prima guerra mondiale ha prodotto un profondo mutamento strutturale negli stati, nelle società e nell'attitudine mentale dell'uomo moderno. Se ancora sino agli inizi del '900 il bisogno economico veniva considerato come un frutto del destino, una punizione divina o come la conseguenza di colpe proprie o altrui, dopo il 1918 si è fatta strada l'idea che fosse compito dello Stato garantire la sicurezza economica e sociale. E sebbene le istanze sociali si fossero già diffuse prima del 1914/1918, soltanto dopo la guerra la realizzazione di tale compito è stata affidata alla politica congiunturale. Si è trattato di un errore fondamentale, perché, al posto di ovviare alla caduta degli investimenti privati attraverso una riforma delle forme di mercato e degli ordinamenti monetari che eliminasse le disfunzionalità del meccanismo dei prezzi, si è pensato di intervenire direttamente nei processi economici al fine di superare o di impedire le depressioni. Ma negli anni '30 del secolo scorso le distorsioni prodotte dalla lunga serie di esperimenti di

realizzazione di una adeguata meccanica di governo dell'economia, quanto piuttosto al suo ostacolo." (*Ibidem*, pp. 140-143)

³⁹ *Ibidem*, pp. 142-143.

politica congiunturale condotti nelle maggiori economie industrializzate sono sfociati nella Grande depressione:

Durante l'epoca della politica economica sperimentale non si è tentato di riformare le forme di mercato e gli ordinamenti monetari [...]. [...] Piuttosto, la politica congiunturale degli esperimenti ha cercato di superare o impedire le depressioni intervenendo direttamente nel processo economico [...]. Si è cioè tentato di sostituire la carente attività di investimento privata attraverso gli investimenti pubblici; ma non si è tentato di eliminare i difetti del meccanismo di gestione del processo economico, ovvero di eliminare la causa della maggior parte delle disproporzionalità. [...] Tuttavia, questi sforzi febbrili hanno prodotto un risultato negativo. O non si è riusciti a impedire le crisi e le depressioni caratterizzate dalla disoccupazione di massa, o vi si è riusciti, ma a un prezzo troppo elevato. Nel terzo decennio del nostro secolo la lunga serie di esperimenti di politica congiunturale negli Stati Uniti, in Germania, Inghilterra ecc. è sfociata nella crisi catastrofica del 1929/32.⁴⁰

2) *Il primato della politica monetaria*

Al principio di base della realizzazione di un efficiente sistema dei prezzi Eucken associa indissolubilmente ulteriori sei principi costitutivi, tre dei quali tengono conto di aspetti di politica economica, mentre gli altri tre sono invece di natura più propriamente giuridica.

Tra i principi costitutivi riguardanti la politica economica, Eucken indica innanzitutto il primato che deve essere attribuito alla politica monetaria.⁴¹ Eucken infatti sottolinea come l'“inflazione manifesta” e la deflazione distorcano i prezzi relativi e, quindi, il meccanismo di governo del processo economico, perché le relazioni tra i prezzi non riflettono più le scarsità relative. Inoltre, anche nel caso in cui l'inflazione e la deflazione non dovessero incidere sui prezzi relativi, perché inducono un aumento o una caduta perfettamente proporzionale di tutti i prezzi, esse inciderebbero comunque sulle posizioni patrimoniali degli agenti economici, favorendo i debitori nel primo caso e i creditori nel secondo. Qualora le autorità di politica economica optassero invece per un sistema di prezzi amministrati, all'aumento della massa monetaria non corrisponderebbe alcun aumento dei prezzi. In tal caso, l'“inflazione repressa” eliminerebbe d'acchito ogni funzione segnaletica dei prezzi, e poiché sui mercati la domanda sarebbe destinata a superare l'offerta, verrebbero introdotte forme di razionamento dei beni e di amministrazione centralizzata dell'economia. Inoltre, si svilupperebbero mercati neri caratterizzati da

⁴⁰ *Ibidem*, pp. 308-310.

⁴¹ “Tutti gli sforzi di dar vita a un ordinamento concorrenziale sono vani, sino a quando non viene assicurata una certa stabilità del valore della moneta. Per questo motivo, la politica monetaria possiede un primato nell'ambito dell'ordinamento concorrenziale.” (*Ibidem*, p. 256)

un sistema di prezzi relativi parallelo ai prezzi ufficiali, e si osserverebbe il ritorno a forme di baratto, con tutte le inefficienze che ne deriverebbero.⁴²

Per questi motivi, la costituzione monetaria (*Währungsverfassung*) deve essere concepita in modo tale da garantire non soltanto la stabilizzazione del valore della moneta, ma anche il funzionamento automatico della politica monetaria. L'esperienza infatti insegna che una costituzione monetaria che lascia mano libera ai responsabili della politica monetaria espone il sistema ai danni causati dalla loro ignoranza, dalla debolezza nei confronti dei gruppi di interesse e della pubblica opinione, e dalla applicazione di teorie errate.⁴³

Eucken sottolinea che la definizione di una costituzione monetaria commisurata alle esigenze dell'ordinamento concorrenziale deve fare i conti con la realtà di un sistema monetario in cui l'offerta di credito e la quantità di moneta dipendono in misura crescente dalla creazione di moneta di origine bancaria:

Come si spiega l'instabilità monetaria? – Principalmente con il fatto che le banche sono diventate delle 'zecche'. Dal diciottesimo secolo avviene in misura crescente che la moneta nasca per effetto della concessione di prestiti da parte delle banche e scompaia all'atto di rimborso dei prestiti stessi; [...] Con la fluttuazione del volume dei prestiti bancari cambia anche la massa monetaria. L'espansione dei crediti implica l'aumento della quantità di moneta; una moderazione nella concessione dei prestiti – fermo restando il rimborso di prestiti concessi in precedenza – determina la diminuzione della quantità di moneta. [...] Nel quadro di questo ordinamento monetario il risparmio non porta a una corrispondente espansione della concessione di prestiti da parte delle banche.⁴⁴

Ai fini della realizzazione di un sistema monetario basato sul funzionamento automatico della politica monetaria, Eucken fa riferimento ad alcune proposte formulate verso la metà degli anni '30 del secolo scorso. In primo luogo, egli sposa la proposta sviluppata presso l'Università di Chicago da Henry Smons e da alcuni suoi colleghi, secondo cui i depositi presso le banche commerciali devono essere integralmente coperti da riserve detenute presso la banca centrale (*100 Percent Money*). In questo modo, verrebbero drasticamente ridotti il numero e il tipo dei canali creditizi, e verrebbe realizzato un sistema in cui soltanto lo Stato è in grado di creare (e distruggere) gli effettivi mezzi circolanti o le obbligazioni generalmente accettabili come mezzi di tesoreggiamento.⁴⁵

Tuttavia, Eucken osserva che, eliminato il problema dell'impatto delle decisioni discrezionali delle banche commerciali sulla quantità di moneta, resterebbe

⁴² *Ibidem*, pp. 256-257.

⁴³ *Ibidem*, p. 257.

⁴⁴ *Ibidem*, p. 258.

⁴⁵ Per un approfondimento, si vedano Simons (1936) e Dimand (1993).

comunque il problema dei margini di discrezionalità con cui le autorità monetarie possono variare la quantità di base monetaria in circolazione. Per questo motivo, egli aderisce alla proposta formulata da Benjamin Graham nel 1937 che prevedeva l'istituzione di una forma di moneta di riserva-merce, in cui il valore dell'unità di moneta dipende dalla scarsità media di un paniere di merci e non soltanto da quella dell'oro. La proposta di Graham consente di ovviare alle fluttuazioni del livello generale dei prezzi legate alla natura casuale della produzione di oro.⁴⁶

Eucken estende le sue considerazioni sulle caratteristiche di una costituzione monetaria conforme alle esigenze dell'ordinamento concorrenziale ai problemi internazionali, criticando il carattere compromissorio degli accordi di Bretton Woods e sottolineando l'impossibilità di realizzare un solido sistema monetario internazionale nell'ambito di un quadro caratterizzato dalla convivenza di ordinamenti economici e monetari eterogenei. Ad ogni modo, Eucken è dell'idea che anche il miglioramento di un ordinamento monetario internazionale pensato per le economie concorrenziali debba fare riferimento alla natura automatica e alle proprietà stabilizzatrici del regime aureo, ma eliminando, pure in questo caso, gli inconvenienti derivanti dalle incertezze sulla quantità di oro disponibile.⁴⁷

3) *La costanza della politica economica*

A giudizio di Eucken, la caduta della propensione all'investimento osservata in Europa durante gli anni '20 e '30 del secolo scorso non è imputabile alla saturazione della capacità produttiva.

[...] la riduzione della propensione agli investimenti e degli investimenti stessi *non* si spiega attraverso la riduzione delle opportunità di investimento. *Non* ci troviamo in un mondo saturo dal punto di vista economico. Sino a quando gli esseri umani percepiranno la scarsità di beni in modo opprimente, esisteranno sempre delle opportunità di investimento. Gli investimenti possono essere realizzati fintantoché tutti i bisogni di tutti gli esseri umani non saranno stati soddisfatti attraverso l'apparato produttivo. Ma da questo punto di arrivo ci separa un percorso di lunghezza incommensurabile.⁴⁸

Occorre quindi individuare le ragioni che giustificano la caduta della propensione a investire. Eucken indica un primo motivo nella distorsione della relazione tra i prezzi dei mezzi di produzione (capitale e lavoro) e i prezzi dei beni finali indotta dalla presenza dei cartelli e dei sindacati. Se il costo del capitale e del lavoro è troppo

⁴⁶ Eucken (1952), pp. 260-262.

⁴⁷ *Ibidem*, pp. 168-169, p. 263.

⁴⁸ *Ibidem*, p. 286.

alto in rapporto alla loro effettiva scarsità e in rapporto ai prezzi ai quali le imprese ritengono di poter vendere i beni finali, allora gli investimenti ristagnano.⁴⁹

Ma, soprattutto, occorre considerare la straordinaria instabilità delle politiche salariali, monetarie, del commercio e della tassazione condotte durante il periodo delle sperimentazioni di politica economica. L'incertezza economica che ne è derivata ha fatto venire meno l'atmosfera di fiducia necessaria ad affrontare i rischi dell'attività imprenditoriale:

L'instabilità della politica economica ha costretto gli imprenditori a realizzare soltanto quegli investimenti che, in ragione della loro redditività molto elevata, consentivano di rientrare in tempi rapidi dal capitale investito. Per questo motivo, il numero degli investimenti programmati e realizzati è fortemente diminuito. L'inquietudine nervosa della politica economica, che spesso rigetta ciò che era valido fino a ieri, genera una grande quantità di incertezza, impedendo – unitamente alla distorsione delle relazioni di prezzo – la realizzazione di numerosi investimenti. Manca l'atmosfera di fiducia.⁵⁰

Pertanto, Eucken conclude che il funzionamento dell'ordinamento concorrenziale richiede necessariamente la *costanza* della politica economica:

Se la politica economica non è sufficientemente costante, l'ordinamento concorrenziale non può essere completamente efficiente. La determinazione di lungo periodo delle imposte, dei trattati commerciali, delle unità monetarie etc. è di notevole importanza. Sino a quando essa manca, non è possibile contare su una sufficiente propensione all'investimento. Ai programmi economici mancherebbe il tempo necessario alla realizzazione e al mantenimento del moderno apparato di produzione industriale. [...] La costanza è un requisito centrale della politica economica dell'ordinamento concorrenziale. La politica economica dia vita a una cornice giuridica della costituzione economica che sia utile al processo economico; a tale cornice si aggrappi tenacemente e la cambi soltanto con prudenza.⁵¹

4) *Mercati aperti*

L'ultimo dei tre principi costitutivi riferito a questioni di politica economica riguarda la necessità di garantire l'apertura dei mercati sia sul piano internazionale che nell'ambito dell'economia nazionale. Eucken sottolinea che qualunque intervento statale diretto a limitare l'apertura dei mercati (quali, per esempio, barriere tariffarie e non tariffarie al commercio internazionale, divieti all'attività di investimento, limitazioni alla coltivazione e alla edificazione, ostacoli alla libera scelta della

⁴⁹ *Ibidem*, p. 287.

⁵⁰ *Ibidem*, p. 288.

⁵¹ *Ibidem*, pp. 288-289.

professione derivanti dall'istituzione di un sistema di licenze per l'esercizio dell'attività commerciale, artigianale o industriale) facilita e incoraggia la formazione di monopoli e oligopoli, danneggiando gli interessi del consumatore.⁵² Inoltre, anche nei casi in cui su singoli mercati riesca a prevalere la forma della 'concorrenza completa', i provvedimenti di chiusura di mercati possono comunque impedire il raggiungimento della condizione di equilibrio generale, determinando così una perdita di efficienza del sistema.⁵³

Le considerazioni di Eucken si estendono anche a tutte le forme di chiusura dei mercati derivanti da barriere erette da gruppi di potere privati.⁵⁴ Infine, Eucken, considera anche quelle forme di chiusura in cui il potere privato agisce assieme al potere dello Stato, ovvero i casi in cui lo Stato offre il proprio appoggio alla formazione di barriere edificate dai privati. A questo proposito, Eucken cita l'esempio del diritto dei brevetti, affermando che, contrariamente all'intenzione di favorire il progresso tecnologico proteggendo e premiando l'inventore, esso ha finito per incoraggiare la formazione di monopoli e la tendenza alla concentrazione industriale. Eucken quindi propone l'istituzione di un sistema in cui, previo pagamento di un diritto di licenza, il titolare del brevetto ha l'obbligo di darlo in uso a chiunque si dimostri seriamente interessato allo sfruttamento.⁵⁵

5) *Proprietà privata*

Tra i principi costitutivi di natura giuridica elencati da Eucken, la proprietà privata dei mezzi di produzione assume la funzione di necessaria premessa all'istituzione dell'ordinamento concorrenziale. Eucken infatti esclude la possibilità che l'ordinamento concorrenziale possa essere inserito nell'ambito di una organizzazione statale fondata sulla collettivizzazione dei mezzi di produzione. Peraltro, a giudizio di Eucken, il principio della proprietà privata non esclude a

⁵² *Ibidem*, pp. 264-265.

⁵³ "Se, per esempio, uno Stato emana un divieto di investire nelle fabbriche per macchine utensili, è ben possibile che tra queste fabbriche sussista concorrenza, ma il divieto di investimento impedisce di indirizzare la quantità di capitale e, con essa, la quantità di lavoratori, di ferro e di altre materie prime che, in base alle relazioni di prezzo, sarebbe stata indirizzata verso la costruzione di macchine utensili. Di conseguenza, le macchine utensili sono più scarse di quanto non lo sarebbero in caso di abolizione del divieto di investimento. L'equilibrio generale, ovvero il coordinamento tra i molteplici mercati e settori produttivi, non è completo, se sono in vigore divieti di investimento o altre forme di chiusura dei mercati." (*Ibidem*, p. 265)

⁵⁴ "[...] è necessario che anche la chiusura del mercato causata da gruppi di potere privato non abbia luogo. [...] Che cosa significa la libertà di impresa, se non è possibile fondare un laminatoio perché il sindacato esistente lo impedisce attraverso le sue iniziative di lotta? Tutte le forme di 'concorrenza per prevenire la concorrenza altrui', e quindi le barriere di ogni tipo, gli sconti a clienti assidui, i contratti di esclusiva e i prezzi concorrenziali, utilizzate contro soggetti esterni con l'obiettivo di annientarli o dissuaderli devono essere vietate." (*Ibidem*, p. 267).

⁵⁵ *Ibidem*, pp. 268-269.

priori la presenza di singole imprese di proprietà pubblica, ma soltanto nella misura in cui esse non alterino il meccanismo di formazione dei prezzi di mercato, per esempio, attraverso l'ottenimento di sovvenzioni governative.

Ciò detto, Eucken però sottolinea che, di per sé, l'istituzione della proprietà privata non garantisce affatto la realizzazione dell'ordinamento concorrenziale, perché la proprietà privata dei mezzi di produzione assume caratteri e funzioni diverse a seconda della forma di mercato cui viene associata. Pertanto, occorre definire le condizioni che consentono di realizzare forme di mercato e sistemi monetari in cui la proprietà dei mezzi di produzione non conduce allo sfruttamento di posizioni di potere e allo svuotamento delle garanzie dello Stato di diritto.

Per Eucken, l'utilità economica e sociale della proprietà privata presuppone che:

- a) l'esercizio del potere e della libertà di disposizione avvenga al servizio dell'economia nazionale, e che
- b) non vi sia la possibilità che il potere di disposizione e la libertà degli altri proprietari venga limitata a danno della collettività.

Soltanto in presenza di condizioni di 'concorrenza completa' esiste equilibrio nella distribuzione del potere economico tra i proprietari privati delle imprese. Se, quindi, è vero che la proprietà privata dei mezzi di produzione rappresenta la necessaria premessa alla realizzazione dell'ordinamento concorrenziale, è altrettanto vero che l'ordinamento concorrenziale costituisce a sua volta la premessa affinché la proprietà privata dei mezzi di produzione non si traduca in abusi economici e sociali.

È qui che, secondo Eucken, l'interdipendenza che interessa l'insieme delle misure di politica economica manifesta tutta la sua importanza. Infatti, se il rispetto di tutti i principi indicati porta alla realizzazione dell'ordinamento concorrenziale, allora la proprietà dei mezzi di produzione e la libertà di poterne disporre assolve una eminente funzione ordinamentale e sociale. Inoltre, Eucken osserva che il significato della proprietà privata deve essere colto in relazione agli altri ordinamenti della convivenza umana, perché essa rappresenta anche la necessaria premessa per la tutela della libertà personale e, quindi, per l'istituzione di un ordinamento sociale e statale autenticamente liberale, altrimenti minacciato dalla collettivizzazione dei mezzi di produzione.⁵⁶

6) *Libertà di contratto*

Analogamente alla proprietà privata dei mezzi di produzione, per Eucken anche la libertà di contratto costituisce una necessaria premessa alla realizzazione dell'ordinamento concorrenziale. Tuttavia, pur essendo indispensabile, la libertà di

⁵⁶ *Ibidem*, pp. 270-275.

contratto deve essere circoscritta per impedire che essa venga utilizzata per imporle dei limiti o, addirittura, per eliminarla:

La libertà di contratto rappresenta evidentemente una premessa per la realizzazione della concorrenza. [...] Ma la libertà di contratto è anche servita a eliminare la concorrenza, a stabilire posizioni monopolistiche o a garantirle e sfruttarle. [...] A cosa serve la libertà di impresa sancita dallo Stato, se, attraverso la politica dei gruppi di potere, essa viene di fatto annullata? [...] *La libertà di contratto non può essere concessa allo scopo di stipulare degli accordi che limitano o eliminano la libertà di contratto stessa.*⁵⁷

7) Responsabilità

Eucken ricorda che, sin dai tempi del diritto antico, la massima secondo cui “chi trae un utile è anche tenuto a sopportare le perdite” ha sempre rappresentato la base per la regolamentazione della responsabilità, intesa come possibilità di accesso al patrimonio del debitore. Tuttavia, nei decenni successivi al periodo iniziale della rivoluzione industriale, l'evoluzione del diritto delle società ha portato alla introduzione di forme societarie caratterizzate dalla limitazione della responsabilità, come, per esempio, la società per azioni e la società a responsabilità limitata.

L'adozione di queste forme societarie si è tradotta in una separazione tra potere gestionale e responsabilità che ha lasciato la direzione del processo economico nelle mani di direttori e funzionari scollegati dalla proprietà dell'impresa o, peggio ancora, nelle mani di soggetti che, in qualità di azionari di maggioranza, dominano una o più società di capitali da posizioni di potere del tutto anonime. Mentre, in origine, le società per azioni dovevano servire esclusivamente a raccogliere ingenti capitali da una pluralità di piccoli risparmiatori, nei primi decenni del XX secolo esse, invece, si sono trasformate in uno strumento che ha consentito la formazione di concentrazioni industriali incompatibili con l'ordinamento concorrenziale. Le concentrazioni industriali, infatti, hanno pregiudicato il processo di selezione delle

⁵⁷ *Ibidem*, pp. 267, 2775-276, 278. Gli accordi di cartello, che, in mancanza di disposizioni contrarie, rappresentano una espressione della libertà di contratto garantita dalla legge, offrono un ottimo esempio della contrapposizione tra la visione ordolibérale del mercato e il concetto di ‘mercato non ostacolato’ di Mises incontrato in precedenza (paragrafo 2.1.). Infatti, Murray Rothbard, uno dei più rigidi epigoni del pensiero di Mises, ritiene che gli accordi di cartello non siano altro che contratti volontari tra produttori aventi un grado di legittimità uguale a quello dei contratti che prevedono scambi volontari tra i produttori e i consumatori. In *Man, Economy and State* (1970), Rothbard afferma che “[c]onsiderare i cartelli come se fossero immorali o come se impedissero qualche sorta di sovranità del consumatore è completamente ingiustificato. Questo è vero perfino nel caso apparentemente ‘peggiore’ di un cartello che supponiamo sia stato fondato solamente per scopi restrittivi.” Il ragionamento di Rothbard si fonda sull'idea che più che “di sovranità del ‘consumatore’ sarebbe più accurato affermare che nel libero mercato c'è la *sovranità dell'individuo*: [...] *l'auto-sovranià individuale*.” (citato in Vanberg (2004) [2012], p. 148).

imprese e dei dirigenti d'azienda, e distorto il processo di prudente allocazione del capitale e la funzionalità del sistema dei prezzi.

Per Eucken, quindi, il principio di responsabilità rappresenta un istituto indispensabile per il corretto funzionamento della 'concorrenza completa'. A sostegno della sua tesi, egli cita Röpke, secondo il quale la realizzazione dell'ordinamento concorrenziale presuppone:

che la via della redditività passi attraverso la fornitura di una prestazione economica corrispondente. Al tempo stesso, occorre fare in modo che le prestazioni insufficienti vengano sanzionate inesorabilmente con le perdite, e che, alla fine, le procedure concorsuali dispongano l'uscita dai ranghi dei responsabili della produzione. È necessario che vengano impediti sia il percepimento ingannevole di redditi (ottenuti senza la fornitura di prestazioni corrispondenti) sia l'impunità delle prestazioni insufficienti (per effetto dello spostamento delle perdite sulle spalle altrui).⁵⁸

Nell'ambito dell'ordinamento concorrenziale, la limitazione della responsabilità è ammissibile soltanto nei casi in cui l'investitore, per esempio il piccolo azionista o il socio accomandante, è coinvolto in modo soltanto marginale nell'amministrazione dell'impresa. Viceversa, coloro che posseggono una partecipazione significativa a una società di capitali devono rispondere anche con il loro patrimonio personale per i debiti della società. Questo principio si applica anche ai gruppi societari. Di conseguenza, la società controllante o l'azionista che dispone di una partecipazione importante alla società controllante deve rispondere anche dei debiti delle società controllate.

Infine, Eucken sottolinea che, come nel caso della proprietà privata, anche il principio di responsabilità rappresenta una necessaria premessa per l'istituzione di un ordinamento sociale caratterizzato dalla libertà e dalla responsabilità individuale, perché ogni limitazione di tale principio spinge nella direzione di forme di gestione centralizzata dell'economia.⁵⁹

Dopo aver descritto i sette principi costitutivi dell'ordinamento concorrenziale indicati nella figura 11, Eucken enfatizza la loro interdipendenza. Egli infatti chiarisce che tali principi non sono derivati dal diritto naturale,⁶⁰ ma che, tutti

⁵⁸ Eucken (1952), p. 281.

⁵⁹ *Ibidem*, pp. 279-285.

⁶⁰ "Non si tratta di principi giuridici dogmatici né di principi del diritto naturale. Singoli principi, come i principi della libertà di contratto, della responsabilità o della proprietà privata sono stati sviluppati da filosofi e da pensatori del diritto anche come puri principi giuridici; [...] Per esempio, la richiesta di istituire la proprietà privata viene frequentemente dedotta dalla natura dell'essere umano e giustificata in qualità di precetto del diritto naturale. – Qui questo non accade; la proprietà privata si è rivelata necessaria alla costituzione di un ordinamento concorrenziale." (*Ibidem*, p. 290)

insieme, essi sono funzionali alla ideazione e alla realizzazione di un ordinamento economico specificato attraverso la costituzione economica:

I principi costitutivi sono principi della costituzione economica. La loro applicazione congiunta nell'ambito della situazione storica concreta realizza le condizioni che conducono allo sviluppo di un ordinamento economico determinato e voluto. Pertanto, tutti i principi servono con riferimento a *una sola* decisione generale di politica economica, e rappresentano i mezzi per imporre in concreto tale decisione.⁶¹

1.2.2. I principi regolatori dell'ordinamento concorrenziale

Eucken riconosce che la stretta osservanza dei principi costitutivi non è sufficiente a evitare che, nella realtà degli ordinamenti concorrenziali, si possano manifestare fenomeni estranei alla logica del sistema. Inoltre, anche la realizzazione della 'concorrenza completa' non elimina del tutto la presenza di debolezze e insufficienze che necessitano di interventi correttivi. Per questi motivi, Eucken individua quattro principi regolatori con caratteristiche meno universali di quelle dei principi costitutivi, perché la loro concreta configurazione dipende dal contesto di riferimento. Tuttavia, a prescindere dallo specifico contesto di applicazione, essi sono invariabilmente diretti a garantire l'efficienza e la funzionalità dell'ordinamento concorrenziale, agendo dall'esterno sul complesso dei principi costitutivi che danno vita alla costituzione economica. Pertanto, tutti i principi indicati nella figura 11, sia quelli costitutivi che quelli regolatori, costituiscono un tutt'uno che indirizza la politica economica ai fini della costruzione di un ordinamento concorrenziale pienamente funzionante.⁶²

1) La politica di controllo dei monopoli

Eucken sottolinea che, in linea di principio, nell'ambito dell'ordinamento concorrenziale la nascita di posizioni di potere economico e dei monopoli è impedita non tanto dai divieti di costituzione dei cartelli e dei monopoli, quanto piuttosto da una politica economica e legislativa diretta a valorizzare la presenza delle forze vitali della concorrenza attraverso l'applicazione dei principi costitutivi dell'ordinamento concorrenziale. Nonostante questa profilassi politico-economica e legislativa, esiste però la possibilità che si formino delle posizioni monopolistiche per effetto dell'emergenza di autentici vantaggi di costo, ovvero di vantaggi

⁶¹ *Ibidem*, p. 289.

⁶² *Ibidem*, pp. 291, 304.

conformi alla logica del sistema, e che la dimensione ottimale dell'impresa sia tale da consentire di soddisfare le esigenze del mercato attraverso un unico offerente.

Eucken osserva che il problema del controllo delle situazioni di monopolio 'naturale' non si risolve attraverso i metodi tradizionali della politica antimonopolistica, consistenti nella nazionalizzazione dell'impresa che ha acquisito il potere monopolistico, o nel coinvolgimento dei rappresentanti della classe operaia, perché, in entrambi i casi, gli interessi dei consumatori non verrebbero tutelati a sufficienza. Eucken quindi propone l'istituzione di una autorità di vigilanza indipendente dal potere governativo, in modo tale da isolarla dalle pressioni dei gruppi di interesse, e da consentirle di assolvere il compito di obbligare i monopoli a una condotta analoga a quella che caratterizza le imprese partecipanti alla 'concorrenza completa'. A tal fine, l'autorità indipendente vigila perché l'impresa che ha acquisito una posizione di monopolio 'naturale' non adotti alcuna misura di restrizione della concorrenza, non discrimini i clienti attraverso la fissazione di prezzi differenziati, e determini il prezzo di vendita al pubblico secondo il principio dell'uguaglianza tra ricavo e costo marginale. Per garantire l'approvvigionamento ottimale di beni, l'autorità di vigilanza deve inoltre esercitare una pressione costante per indurre l'impresa monopolista a ridurre i costi e i prezzi attraverso la razionalizzazione dei processi di produzione.

Il principio per il quale il monopolista deve comportarsi secondo modalità analoghe a quelle che si adottano in regime di 'concorrenza completa' (*wettbewerbsanaloges Verhalten*) vale per tutti i mercati. Pertanto, anche i sindacati dovrebbero essere assoggettati a controlli di natura antimonopolistica nei casi in cui cercassero di discriminare gli individui che non sono iscritti alla loro organizzazione, impedendogli l'accesso al mercato del lavoro.⁶³

2) *La politica di redistribuzione dei redditi*

Anche l'ordinamento concorrenziale nasconde deficienze e pericoli. Di conseguenza, Eucken indica la necessità di sviluppare ulteriori principi regolatori.

Un primo problema riguarda le disuguaglianze di reddito che si possono manifestare all'interno dell'ordinamento concorrenziale. Di norma, in regime di 'concorrenza completa' i redditi dei partecipanti al processo produttivo vengono stabiliti in modo anonimo dal meccanismo dei prezzi. Eucken sottolinea che i problemi di giustizia sociale sollevati da una modalità di distribuzione del prodotto nazionale basata su un meccanismo indifferente alle questioni etiche non si pongono, perché il meccanismo dei prezzi si lascia di gran lunga preferire ad altre

⁶³ *Ibidem*, pp. 291-299.

modalità di distribuzione del reddito condizionate dalle decisioni arbitrarie di centri di potere pubblici o privati.

Ciononostante, una divaricazione esagerata tra i redditi percepiti dai membri della comunità necessita di interventi correttivi attraverso politiche fiscali redistributive. Tali politiche non devono però essere motivate dall'intento, proprio dei 'politici della piena occupazione', di scoraggiare l'eccessiva propensione al risparmio delle classi più abbienti. Una politica di questo tipo, infatti, scoraggerebbe gli investimenti del ceto imprenditoriale. La politica di tassazione progressiva dei redditi non può quindi spingersi oltre il limite definito dal mantenimento di condizioni che garantiscano un margine di profitto commisurato al rischio di impresa. Il limite preciso delle politiche di tassazione progressiva deve essere fissato dalle autorità fiscali di ciascun paese, tenendo conto delle rispettive specificità nazionali.⁶⁴

3) *La politica di correzione delle esternalità negative*

I calcoli economici della miriade di imprese e famiglie che animano il sistema economico vengono coordinati attraverso il sistema dei prezzi concorrenziali in modo tale da garantire una gestione efficiente del processo economico complessivo.

Ma nonostante il sistema funzioni in modo molto preciso, esso, talvolta, non tiene conto delle ripercussioni negative prodotte dai programmi dei singoli attori economici e dalla loro realizzazione. A questo proposito, Eucken cita l'esempio di una industria chimica e dei danni alla salute provocati dalle sue acque di scarico. Soprattutto, però, egli osserva come il conflitto tra il calcolo economico della singola impresa e l'interesse collettivo si manifesti in massima misura in ambito sociale e, in particolare, sul mercato del lavoro. È con riferimento al lavoro minorile e femminile, all'eccessiva estensione del tempo di lavoro e agli incidenti sul lavoro che, a metà del XIX secolo, si sono palesati i danni collaterali più evidenti di un ordinamento concorrenziale sregolato. Eucken infatti attribuisce la maggior parte di queste gravi storture alla costituzione di monopoli dal lato della domanda del mercato del lavoro. In presenza di condizioni di effettiva concorrenza, i datori di lavoro non avrebbero mai potuto imporre condizioni lavorative così dure.

Tuttavia, Eucken ammette che, anche in presenza di 'concorrenza completa', si possono verificare situazioni di cui il datore di lavoro non tiene conto quando formula i suoi calcoli economici. In questi casi, è allora necessario limitare la libertà di programmazione economica delle imprese attraverso opportune disposizioni legislative. In nessun caso, però, l'intervento a tutela dei lavoratori può spingersi sino a ostacolare la concorrenza tra le imprese. Esso deve limitarsi esclusivamente a

⁶⁴ *Ibidem*, pp. 300-301.

contrastare le esternalità negative prodotte dalla libertà di calcolo economico delle imprese.

4) *La politica contro i comportamenti anomali dell'offerta*

Infine, Eucken prende in considerazione l'ipotesi che, in determinate situazioni, la caduta dei prezzi legata ad anomali aumenti dell'offerta necessiti di un intervento calmierante delle autorità pubbliche. Anche in questo caso, egli fa riferimento principalmente al mercato del lavoro. È infatti possibile che, a causa dell'aumento della popolazione, si possa osservare una caduta del salario di equilibrio, ulteriormente esacerbata dall'ingresso sul mercato del lavoro di nuove forze lavorative indotte a offrire le loro prestazioni per venire in soccorso allo stato di necessità in cui vengono a trovarsi le loro famiglie. Fenomeni analoghi si possono manifestare a seguito dell'introduzione di miglioramenti tecnologici che determinano il licenziamento di una quota dei lavoratori impiegati.

A giudizio di Eucken, nell'ambito dell'ordinamento concorrenziale questi problemi si risolvono in buona misura grazie ai meccanismi di mercato, e in particolare grazie alla libertà di circolazione e alla mobilità dei lavoratori. In presenza di 'concorrenza completa' la pressione al ribasso sul salario di equilibrio sarà sempre nettamente inferiore di quanto non lo sarebbe, se l'ordinamento economico fosse minacciato da manifestazioni di potere pubbliche o private.

Quando però i comportamenti anomali dal lato dell'offerta di lavoro persistono nonostante la realizzazione di un ordinamento concorrenziale pienamente funzionante, Eucken concede che si possa pensare di arrestare la diminuzione del salario di equilibrio attraverso l'imposizione di un salario minimo.⁶⁵

Nel quarto capitolo (paragrafo 4.2.) è già stato evidenziato che tra gli esponenti del 'liberalismo delle regole' della Scuola di Friburgo l'attenzione ai problemi di politica sociale era minore di quella invece dedicatagli dai neoliberali tedeschi appartenenti al filone di impronta più marcatamente sociologica, Röpke e Rüstow in testa. Questa circostanza trova ora conferma nella mancata considerazione sistematica delle questioni di sicurezza sociale nei *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*, alle quali Eucken dedica una sezione successiva a quella in cui tratta dei principi regolatori dell'ordinamento concorrenziale.⁶⁶ Per Eucken, la politica sociale assume i caratteri della 'specialità' nel rispetto della decisione generale sull'ordinamento da dare alla vita economica della comunità. L'accento cade quindi sulla necessità di rafforzare la capacità del singolo di aiutarsi da solo grazie alla realizzazione di un ordinamento economico efficiente:

⁶⁵ *Ibidem*, pp. 303-304.

⁶⁶ Si confronti Eucken (1952), pp. 312-324.

[...] in caso di necessità, l'uomo dovrebbe essere messo in grado di potersi aiutare con le proprie forze. La possibilità di risparmiare è meglio dell'aiuto caritatevole o dei sussidi statali. [...] Il fulcro della protezione del singolo sta nella costruzione complessiva dell'ordinamento dell'economia. È obbligo e dovere dei responsabili della politica offrire alle persone ogni opportunità perché riescano a cautelarsi individualmente. [...] Ovunque sia concesso, l'accento deve cadere sul rafforzamento dell'iniziativa del singolo. [...] la vera politica sociale è molto diversa dal significato che le veniva attribuito in passato. Qui un aumento dei salari, le misure per impedire gli incidenti sul lavoro, o la creazione di istituti dello stato sociale ecc., iniziative certamente importanti, ma insufficienti. Questo modo puntuale di trattare il problema deve passare in seconda linea. [...] La politica sociale correttamente intesa ha carattere universale. Essa è identica alla politica per la configurazione dell'ordinamento dell'economia o alla politica della costituzione economica. All'interno di questo ambito si può anche parlare di politica sociale speciale, ma si deve immediatamente aggiungere che, se si vuole che abbia successo e che non faccia emergere nuovi aspetti della questione sociale per aver intralciato la parte rimanente della politica dell'ordinamento, anch'essa deve seguire il senso della decisione politico-ordinamentale generale.

1.3. I vincoli sistemici derivanti dalla decisione di politica economica generale

Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, la concezione ordoliberalista di Eucken implica che la definizione dei principi della costituzione economica vincoli le decisioni del legislatore riguardanti specifici aspetti della vita economica di un paese e, quindi, il corpo delle norme che danno vita, tra gli altri, al diritto delle società, al diritto tributario, alla legislazione antimonopolistica, al diritto del lavoro e al diritto dei marchi e dei brevetti. Inoltre, la costituzione economica vincola anche le singole decisioni di politica economica dell'esecutivo in materia di politica monetaria e creditizia, di politica fiscale e di politica del commercio estero:

[...] la politica economica procede sulla base di una decisione politica generale sull'ordinamento dell'economia e tutti gli atti di politica economica devono integrarsi in applicazione ai principi richiesti. [...] Una armata che viene condotta in modo tale che una parte dei reparti marcia in una direzione, mentre un'altra parte dei reparti marcia nella direzione opposta, non può dare forma a uno schieramento sensato, e la sua forza d'urto resterà modesta. Ma se le azioni dei singoli reparti vengono coordinate, consentendo la formazione di uno schieramento sensato, allora la forza d'urto e le possibilità di successo aumentano in modo straordinario. Lo stesso vale per la politica economica.⁶⁷

Tuttavia, l'idea di 'Stato forte' propugnata dagli ordoliberali della Scuola di Friburgo coinvolge *tutti* gli aspetti giuridici, politici, amministrativi ed economici

⁶⁷ *Ibidem*, p. 305.

dell'organizzazione statale. Eucken infatti chiarisce che la natura sistemica dei vincoli derivanti dalla scelta generale sulle caratteristiche dell'ordinamento economico di un paese riguarda anche le decisioni adottate dall'ordine giudiziario e tutti i provvedimenti amministrativi deliberati dagli organi centrali e periferici dell'amministrazione pubblica:

[...] non è sufficiente che l'attuazione complessiva dei principi dell'ordinamento concorrenziale venga affidata alla *legislazione*, sebbene, in prima linea, è a essa che spetta garantire l'unità della politica economica attraverso il coordinamento dei singoli atti di politica economica. Tuttavia, a questo proposito, anche la *giurisprudenza* svolge un ruolo autonomo e indispensabile. [...] La politica economica non può avere luogo con successo sulla base di principi giuridici dogmatici. [...] Soltanto se anche la giurisprudenza si orienta in base ai principi della costituzione economica viene garantita l'unità della politica economica. Altrimenti la conservazione dell'ordinamento concorrenziale viene compromessa. [...] Analogamente, anche gli organi della *amministrazione pubblica* devono subordinarsi alla decisione giuridica generale di natura economico-costituzionale. E non solo i ministeri, ma anche i centri amministrativi locali. [...] I tre poteri dello Stato cooperano in modo coordinato.⁶⁸

2. La costituzione economica europea e le risposte di politica economica alla crisi

2.1. La riconducibilità della costituzione economica europea ai principi costitutivi e regolatori definiti da Walter Eucken

Le norme del Trattato sull'Unione europea (TUE) e del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) richiamate in precedenza (Capitolo 4, paragrafo 2.) testimoniano non soltanto dell'adesione dell'Unione a una visione sul funzionamento delle economie di mercato saldamente ancorata alla tradizione neoclassica, ma anche della correttezza delle affermazioni di Weidmann, Draghi e Monti citate in chiusura del quarto capitolo. In effetti, l'analisi del pensiero di Eucken consente di mostrare come il quadro delineato a Maastricht determini i contorni di una *costituzione economica europea* che riflette i principi centrali del 'liberalismo delle regole' della Scuola di Friburgo.⁶⁹

Innanzitutto, gli articoli 119 (commi primo e secondo) e 127 (comma primo) del TFUE definiscono i contenuti della decisione generale sull'ordinamento della vita

⁶⁸ *Ibidem*, pp. 306-307.

⁶⁹ Lars Feld, che è membro del Consiglio degli esperti economici tedesco e direttore del *Walter Eucken Institut* di Friburgo, conferma che: "A proper analysis of ordoliberal thinking reveals that the European Monetary Union can be justified on ordoliberal grounds as an economic constitution for Europe [...]. [...] important characteristics of EMU are in line with [...] Eucken's constitutive principles for economic policy [...]." (Feld, Köhler e Nientiedt (2015), pp. 1, 18).

economica dell'Unione europea, stabilendo che la politica economica dell'Unione stessa debba essere condotta nel rispetto del principio di una economia di mercato aperta e in libera concorrenza, allo scopo di favorire l'efficiente allocazione delle risorse disponibili. Inoltre, essi affermano inequivocabilmente il primato della politica monetaria, un primato che, come sappiamo, è ulteriormente circostanziato attraverso la previsione di una serie di norme dirette a garantire la disciplina fiscale degli Stati membri dell'Unione (articoli 123, 125, 126 e 130 del TFUE).

Prescindendo dai principi di proprietà privata e di libertà di contratto, il gruppo di norme elencato sopra contiene l'intera gamma dei principi costitutivi indicati da Eucken per dare vita a un ordinamento concorrenziale basato sulla realizzazione e sulla tutela di un efficiente sistema dei prezzi. Oltre al principio dell'apertura dei mercati, e a quello del primato della politica monetaria, è infatti possibile cogliere espliciti riferimenti anche al principio di costanza della politica economica e al principio di responsabilità.

Per quanto riguarda il principio di apertura dei mercati, fin dal Trattato di Roma del 1957, la Comunità economica europea si è posta l'obiettivo di realizzare un mercato comune tra gli Stati membri, ovvero uno spazio economico caratterizzato dalla libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali, attraverso la graduale eliminazione delle barriere che limitavano l'esercizio di tali libertà. Dal primo luglio del 1968 entrò in vigore l'unione doganale, che prevedeva l'abolizione delle tariffe doganali tra gli Stati membri e l'introduzione di una tariffa doganale comune per i prodotti importati da Stati terzi. Il processo di integrazione venne successivamente rilanciato nel 1985, con la pubblicazione del *Libro bianco sul completamento del mercato interno* attraverso il quale la Commissione europea tracciava le linee guida per la trasformazione del mercato comune in un mercato unico europeo. Tali linee guida furono recepite con l'*Atto unico europeo* (AUE), firmato il 17 febbraio 1986 a Lussemburgo ed entrato in vigore il primo luglio 1987. Con esso, gli Stati membri della Comunità europea si impegnavano ad adottare, entro il 31 dicembre 1992, tutti i provvedimenti necessari per eliminare qualunque ostacolo alla realizzazione di un mercato interno europeo. Attualmente, la nozione di *mercato interno* è definita dall'articolo 26 (comma secondo) del TFUE, ai sensi del quale "il mercato interno comporta uno spazio senza frontiere interne, nel quale è assicurata la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali secondo le disposizioni dei trattati."

Inoltre, il Protocollo numero 27 allegato al TFUE prevede che il mercato interno europeo comprenda un "sistema che assicura che la concorrenza non sia falsata." Come abbiamo visto in precedenza, la difesa della libera concorrenza mira a tutelare soprattutto gli interessi dei consumatori, consentendogli di godere dei vantaggi derivanti dalla riduzione dei prezzi e dall'aumento delle opportunità di scelta e della qualità dei prodotti e dei servizi. A tal fine, il Titolo VII del TFUE, intitolato alle

regole della concorrenza, contiene una serie di disposizioni riguardanti la disciplina concorrenziale applicabile alle imprese (articoli 101-106) e una serie di norme invece destinate a definire il regime relativo agli aiuti concessi alle imprese dagli Stati membri (articoli 107-109). Di particolare rilievo sono le norme che vietano gli accordi tra le imprese (articolo 101), quelle che proibiscono lo sfruttamento di una posizione dominante sul mercato (articolo 102) e, infine, quelle che vietano gli aiuti e le sovvenzioni statali alle imprese distorsivi dei meccanismi concorrenziali.

Il principio del primato della politica monetaria si sostanzia innanzitutto nell'attribuzione al Sistema europeo di banche centrali (SEBC) dell'obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi (articoli 119, comma secondo, e 127, comma primo del TFUE). Riprendendo le considerazioni di Eucken, Jens Weidmann (2014, pp. 3-4) sottolinea che la stabilità del valore della moneta rappresenta la necessaria premessa per il corretto funzionamento del processo di governo dell'economia garantito dai meccanismi concorrenziali. Inoltre, Weidmann rimarca l'importanza della storia di successo della *Bundesbank* per la definizione della costituzione monetaria europea, ricordando che, con largo anticipo rispetto alla realtà internazionale, nel 1957 la legge istitutiva dell'istituto di emissione tedesco aveva introdotto il modello di banca centrale indipendente,⁷⁰ oggi accolto, oltre che negli articoli 119 e 127, anche negli articoli 123 e 130 del TFUE.⁷¹

⁷⁰ L'articolo 12 della legge istitutiva della *Bundesbank* infatti stabiliva che essa era tenuta a supportare la politica economica generale del Governo federale soltanto se quest'ultima non si trovava in conflitto con l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi. Inoltre, l'articolo 20 vietava espressamente il finanziamento dei deficit di bilancio del Governo. Ulteriori garanzie per l'indipendenza della Banca Centrale tedesca venivano, infine, dalle norme che vietavano sia al Governo federale che al Parlamento di fornire istruzioni agli organi decisionali della *Bundesbank*. Per maggiori dettagli si vedano Clarida e Gertler (1997), pp. 4-5 e Apel (2003), Capitolo 2.

⁷¹ A giudizio di Jörg Bibow (2013a, pp. 612-613), all'epoca delle trattative per la definizione del regime di Maastricht gli altri Stati membri della Comunità europea accettarono di riprodurre il modello della *Bundesbank* su scala europea pur di poter porre fine all'egemonia regionale esercitata dalle autorità monetarie tedesche e di poter riguadagnare, almeno parzialmente, la sovranità monetaria persa con l'adesione al Sistema monetario europeo (SME): “[...] the Maastricht regime really is largely a product ‘made in Germany’. The committee charged with drafting the Maastricht regime consisted mainly of central bankers, including the then Bundesbank president Karl-Otto Poehl, who had to negotiate within the constraints set by his colleagues on the Zentralbankrat, including hardliners like Helmut Schlesinger (later, interim Bundesbank president at the time of the ERM crisis). Helmut Kohl, German Bundeskanzler at the time, understood well that he had to make sure the Bundesbank was ‘on board’ in selling the euro to a sceptical German public, which was unenthusiastic to give up the beloved Deutsche mark; thus precluding any concessions to European partners that would not meet the Bundesbank approval [...]. Furthermore, Germany was the only euro-aspirant country left that actually still had to surrender its monetary sovereignty. Other members of the ERM had long done so anyway, following the Bundesbank’s lead in monetary policy. This, too, put Germany in a strong negotiation position. Essentially, the Bundesbank was in a position to dictate the conditions of its own abdication of power in pulling the monetary strings in Europe. The conditions laid down were such that probably not even the Bundesbank believed that Europe might sign up. The fact that the design of the EMU ‘made in Germany’ went through is foremost evidence of the degree of desperation existing elsewhere in

Secondo una interpretazione molto diffusa, nell'attuale realtà istituzionale dell'Unione monetaria ricalcata sul modello della *Bundesbank*, non soltanto l'assegnazione del mandato primario di preservare la stabilità dei prezzi, ma anche l'indipendenza della Bce sono considerati come i due lati di una stessa medaglia, entrambi riconducibili al principio del primato della politica monetaria definito da Eucken. Ottmar Issing, per esempio, autorevolmente afferma che:

Walter Eucken's notion of the primacy of monetary policy – and thus of price stability – as the very foundation of a functioning marketing economy [...] lies at the heart of monetary union in Europe. [...] Walter Eucken is admittedly not a name that springs immediately to mind when searching for the intellectual antecedents of the euro. However, he stands for a school of thought which provided a source of inspiration to many economists and central bankers who have incessantly insisted on the importance of stability as the *condicio sine qua non* for a successful single currency. The ordo-liberal tradition represented eminently by Walter Eucken (and colleagues in Freiburg and elsewhere) has had a substantial influence in shaping the post-war economic order in Germany emphasising the importance of market competition and stable money. In the monetary field this found its expression in the setting up of the Bundesbank as an independent institution dedicated to safeguarding the value of the currency.⁷²

Tuttavia, Jörg Bibow (2013a, pp. 612-613) osserva che, se è vero che lo status della Bce definito nel trattato di Maastricht non può essere associato alle conclusioni della moderna letteratura sulla incostanza intertemporale della politica monetaria,⁷³ è altrettanto vero che l'origine dell'indipendenza delle autorità monetarie europee non può nemmeno essere attribuita all'esistenza di un apparato teorico propriamente tedesco posto a giustificazione dell'indipendenza della *Bundesbank*. Come abbiamo visto in precedenza, infatti, la costituzione monetaria concepita da Eucken non ruota soltanto attorno alla necessità di garantire la stabilizzazione del valore della moneta, ma prevede anche che la politica monetaria funzioni in modo automatico e, quindi, che venga eliminato ogni margine di discrezionalità nelle scelte adottate dalle autorità monetarie.

A questo proposito, Bibow (2009, pp. 168-174) ricorda che nello schema analitico di Eucken la fonte per la costituzione del capitale è rappresentata

overcoming Bundesbank supremacy. To nations other than Germany, the euro held out the prospect of ending regional hegemony and partially regaining (shared) monetary sovereignty.” Per una dettagliata analisi delle numerose analogie tra il profilo istituzionale e le procedure operative della ex Banca centrale tedesca e la struttura, gli obiettivi e le procedure seguite dalla Bce, si veda Apel (2003).

⁷² Issing (2004), p. 4. Tra il 1998 e il 2006 Issing è stato il primo capo economista della Bce, dopo aver ricoperto lo stesso incarico alla *Bundesbank* nel periodo 1990-1998.

⁷³ Tale letteratura è nata dal contributo seminale di Kydland e Prescott (1977), ed è stata successivamente sviluppata grazie ai lavori di Barro e Gordon (1983) e Backus e Driffill (1985).

esclusivamente dal risparmio e che il tasso di interesse è il prezzo di mercato che remunera l'astensione dal consumo. L'attribuzione dello status di indipendenza alla banca centrale non elimina i problemi derivanti da manipolazioni discrezionali del tasso di interesse che sottraggono la determinazione dell'evoluzione temporale dei processi economici alla libera scelta del consumatore-risparmiatore. La politica monetaria basata sulla manovra del tasso di interesse costituisce una indebita interferenza nei *processi* di mercato contraria all'idea secondo cui lo Stato deve agire esclusivamente sulle *forme* dell'economia.

Bibow inoltre sottolinea che, in uno scritto inedito del 1946 dedicato all'analisi delle problematiche relative alla nazionalizzazione delle banche centrali, Eucken ha criticato l'indipendenza garantita alla *Reichsbank* dalla legge bancaria tedesca del 1924, perché, nonostante l'eliminazione del rischio di finanziamento monetario del deficit pubblico, essa minacciava l'unitarietà della politica economica dello Stato. D'altro canto, secondo Eucken, la tendenza dell'epoca a nazionalizzare le banche centrali, come per esempio in Gran Bretagna nel 1946, pur eliminando gli inconvenienti derivanti da un approccio pluralistico alla politica economica, alimentava i rischi di inflazione. La soluzione di questo dilemma andava quindi trovata attraverso l'introduzione di uno 'stabilizzatore monetario automatico', che, come sappiamo, Eucken avrebbe successivamente individuato nell'adozione di un regime monetario basato sull'introduzione di una forma di moneta di riserva-merce, lungo le linee proposte da Graham nel 1937. Bibow nota la similitudine tra le posizioni di Eucken e quelle di Milton Friedman. Anche Friedman (1962), infatti, avrebbe avvertito l'indipendenza della banca centrale, enfatizzando la necessità di garantire non solo l'unitarietà della politica economica, ma anche il suo controllo democratico. E come Eucken, anche Friedman avrebbe manifestato il proprio favore per l'introduzione di una sorta di 'pilota automatico' per la condotta della politica monetaria, che, come noto, si sarebbe tradotta nella proposta di obbligare le autorità monetarie a fissare per legge il tasso di crescita della quantità di base monetaria.⁷⁴

A questo punto, si potrebbe però obiettare che, eliminando i margini di scelta discrezionale delle autorità monetarie, l'adozione di meccanismi di funzionamento automatico della politica monetaria potrebbe giustificare l'attribuzione dello status di indipendenza alla banca centrale, perché, in questo modo, sarebbe possibile non soltanto annullare gli svantaggi dell'indipendenza, ma anche esaltarne i vantaggi legati all'eliminazione del rischio di finanziamento monetario dei disavanzi di bilancio.

Sotto questo aspetto, è utile ricordare che la Bce ha ereditato dalla *Bundesbank* la pratica, da essa adottata sin dalla metà degli anni '70 del secolo scorso, di definire un

⁷⁴ Su questo punto si confrontino Friedman (1968, 1984), e Friedman e Friedman (1980).

valore di riferimento per il tasso di crescita di un determinato aggregato monetario, utilizzando una semplice formula derivata dall'identità quantitativa di Fisher. Partendo da

$$MV = PY,$$

in termini di tassi di variazione, si ottiene

$$\dot{m} + \dot{v} = \dot{p} + \dot{y}$$

e, quindi,

$$\dot{m} = \dot{p} + \dot{y} - \dot{v}.$$

Pertanto, le autorità monetarie tedesche definivano il tasso di crescita annuo dell'aggregato monetario di riferimento (\dot{m}) correggendo il tasso di crescita del reddito nominale (dato dalla somma tra il tasso di crescita potenziale del reddito reale (\dot{y}) e il tasso di inflazione considerato accettabile nel medio periodo (\dot{p})) in funzione del tasso di variazione tendenziale (di lungo periodo) della velocità di circolazione della moneta (\dot{v}). Dato lo stato della tecnologia, il tasso di crescita potenziale del prodotto reale veniva stimato attraverso una funzione di produzione, ipotizzando la piena capacità di utilizzazione dello stock di capitale e della quantità di lavoro.⁷⁵

Tuttavia, come già la *Bundesbank* dalla metà degli anni '70 del secolo scorso, nella sua attuale realtà operativa, anche la Bce persegue l'obiettivo della stabilità dei prezzi attraverso l'aggiustamento dei tassi di interesse a breve termine in risposta alle variazioni dei fattori che influenzano il livello del tasso di inflazione.⁷⁶ In linea con una strategia di politica monetaria più vicina all'*inflation targeting* che non al *monetary targeting* ispirato al monetarismo di Friedman, la Bce punta a controllare l'inflazione e le aspettative di inflazione utilizzando un ampio ventaglio di indicatori,⁷⁷ tra i quali,

⁷⁵ Per maggiori dettagli sulle procedure operative seguite dalla banca centrale tedesca prima della introduzione dell'euro si veda Apel (2003), pp. 128 e ss.

⁷⁶ Per esplicita ammissione di Helmut Schlesinger, presidente della *Bundesbank* tra il 1991 e il 1993: "Monetarists normally regard the monetary base as a short-term monetary policy variable that can be controlled *directly* by the central bank. By defining the central bank money stock as an intermediate target variable, however, the Bundesbank makes it clear that this aggregate can be kept on its annual target path only *indirectly* by suitably influencing money market conditions over several weeks and months." (Schlesinger (1982), p. 8). Ancora più esplicitamente, Ottmar Issing (1997, p. 72) ha osservato che: "The Bundesbank steers the quantity of money within the announced range only indirectly through its influence on the interbank market for central bank money." Per quanto riguarda la Bce, la sua politica monetaria si basa sulla manovra del tasso per le operazioni di rifinanziamento principale e dei tassi per le operazioni su iniziativa delle controparti. Per una analisi dettagliata sulla gestione operativa della politica monetaria nell'area dell'euro si vedano Pifferi e Porta (2003), Apel (2003) e BCE (2011a).

⁷⁷ "Inflation targeting is [...] an information-inclusive strategy in which many variables, and not just monetary aggregates [...] are used for deciding the setting of policy instruments. [...] [it] requires the central bank to use [...] whatever information it deems relevant, to pursue its price-stability

stante l'esistenza di una funzione di domanda di moneta stabile per l'area dell'euro, il tasso di crescita dell'aggregato monetario *M3* assume una certa rilevanza, ma senza rappresentare l'unica guida alla valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi.⁷⁸ Mentre la regola per la crescita degli aggregati monetari proposta da Friedman alla fine degli anni '60 mirava a eliminare ogni margine di discrezionalità dall'azione delle banche centrali, la strategia di *inflation targeting* è invece diretta a garantire la stabilità dei prezzi nell'ambito di un quadro di riferimento che assicuri la disciplina e la credibilità delle autorità monetarie, ma senza privarle della possibilità di effettuare valutazioni discrezionali quando le circostanze concrete del caso lo richiedano.⁷⁹

Di fatto, quindi, Bibow ha ragione quando nega che l'indipendenza della Bce ereditata dalla *Bundesbank* possa essere associata a precetti in qualche modo riferibili alle teorizzazioni di Eucken e degli ordoliberali di Friburgo, tanto più che, al tempo della promulgazione della legge istitutiva della *Bundesbank* (1957), la Banca centrale tedesca adottava procedure operative che, nemmeno sul piano formale, erano ispirate a regole di condotta automatiche. Bibow (2009, 2013a) sottolinea che, per comprendere le origini della indipendenza della *Bundesbank*, è invece necessario fare riferimento al contesto storico dell'epoca e all'evoluzione dei rapporti di forza tra le autorità di governo e le autorità monetarie tedesche.

Quando, nel 1948, fu costituita la *Bank deutscher Länder (BdL)*, l'istituto bancario centrale precursore della *Bundesbank*, essa rimase sotto il rigido controllo della *Allied Bank Commission*. Alla mancanza di indipendenza nei confronti delle forze di occupazione fecero però da contraltare la totale assenza di un governo o di un parlamento nazionali, e l'influenza politica esercitata in forma soltanto decentrata dai *Länder* che formavano l'ossatura federale voluta dagli alleati per la nuova Germania occidentale. Nel settembre del 1949 i poteri di governo delle zone occidentali

objective. In other words, inflation targeting is very much a 'look at everything' strategy, albeit one with a focused goal." (Mishkin (2002), p. 361 e Bernanke *et alia* (1999), p. 22)

⁷⁸ BCE (2000b), pp. 42 e ss. Secondo Bernanke e Mishkin (1997), anche le strategie di *monetary targeting* seguite dalla *Bundesbank* a partire dalla metà degli anni '70 del secolo scorso erano in realtà assimilabili a forme ibride di *inflation targeting*. Su questo punto si confronti anche Bernanke *et alia* (1999, Capitolo 4).

⁷⁹ "[...] in our view, [the] dichotomy between rules and discretion is just too simple to capture the realities that central bankers face. Specifically, in our view, *there is no such thing in practice as an absolute rule for monetary policy*. [...] in real-life monetary policy-making, the rules-versus-discretion distinction is an empty one; in practice, only discretion prevails. Though we would argue that all monetary policy regimes are in fact discretionary, it is also true that discretion is a matter of degree. Discretion may [...] lead to policies that change with the personal views of the central bankers or with the direction of the political winds. Or it may operate within a more clearly articulated framework, in which the general objectives and tactics of the policy-makers - although not their specific actions - are committed to in advance. [...] in practice, inflation targeting has provided such a framework, allowing monetary policy to operate in an environment that we call "constrained discretion". By imposing a conceptual structure and its inherent discipline on the central bank, but without eliminating all flexibility, inflation targeting combines some of the advantages traditionally ascribed to rules with those ascribed to discretion." (Bernanke *et alia* (1999), pp. 5-6)

occupate passarono dai comandi militari alla *Allied High Commission* (AHC). In previsione della istituzione di una vera e propria banca centrale federale (*Bundesbank*) prevista dall'articolo 88 della Legge fondamentale (*Grundgesetz*) della Repubblica federale di Germania promulgata il 23 maggio del 1949, il comitato finanziario della AHC esercitò un controllo molto più blando di quello esercitato dai militari sulle attività della BdL. Di conseguenza, il primo governo federale della neo-costituita Repubblica federale di Germania si trovò a dover fare i conti con un istituto bancario centrale che agiva in condizioni di sostanziale indipendenza.

Questa circostanza ebbe un peso decisivo nelle consultazioni che portarono alla definizione della *legge ad interim* (*Übergangsgesetz*) sullo status delle autorità monetarie federali tedesche emanata il 10 agosto 1951. Mentre il governo, nella persona del ministro delle finanze Schäffer, difendeva una posizione, condivisa anche da Adenauer, simile a quella espressa da Friedman negli anni '60 del secolo scorso, che esaltava la necessità del controllo democratico e l'unitarietà della politica economica del governo, i contenuti della *legge ad interim* finirono per sancire il principio di indipendenza delle autorità monetarie tedesche lungo le linee difese dai vertici della BdL. Nei mesi che precedettero l'emanazione della legge istitutiva della *Bundesbank* (26 luglio 1957), la rinnovata contrapposizione tra Adenauer e i vertici della BdL si risolse ancora una volta a vantaggio delle autorità monetarie tedesche, grazie anche all'intervento dell'opposizione socialdemocratica e dei Länder a difesa dell'indipendenza dell'istituto di emissione. A conferma dei peggiori timori di Adenauer, la neo-costituita *Bundesbank* finì quindi per godere di ampi poteri discrezionali, in una posizione di potenziale antagonismo nei confronti del governo federale.⁸⁰

Bibow (2009, 2013) osserva che, per mantenere la propria indipendenza, negli anni di confronto con il governo Adenauer,⁸¹ e anche in quelli successivi, le autorità

⁸⁰ La posizione di Adenauer emerge chiaramente dalle minute relative a un consiglio dei ministri dedicato alla discussione dei contenuti di una bozza della legge istitutiva della *Bundesbank*: "Article 3 of the draft would allocate securing the currency as an independent task to the Bundesbank. This task, however, constituted an inalienable part of the government's responsibility for general economic policy. If besides the draft's Article 3 (2) only instructs the bank to support the government's economic policy within the framework of securing the currency this would concede primacy for safeguarding the currency over general economic policy and entitle the central bank with an autonomous decision on the case of conflict. Such a regulation would conflict with the Grundgesetz. [...] the Bundesbank would be the primary authority of control, at least in the sphere of monetary policy, although it is not politically accountable to anyone. That would concede to the central bank a position of authority within the state, which could oppose the political authorities." (citato in Bibow (2009), p. 180)

⁸¹ Diversamente da Adenauer, Ludwig Erhard, il cui ministero dell'economia, nel periodo antecedente la promulgazione della legge istitutiva della *Bundesbank*, aveva ereditato dal ministero delle finanze la responsabilità di gestire i rapporti con le autorità monetarie, era favorevole alla indipendenza della banca centrale tedesca. Erhard era contrario a una soluzione che, per legge, mettesse il governo nella posizione di fornire istruzioni alla banca centrale. Tuttavia, Bibow (2009,

monetarie tedesche non hanno lesinato sforzi per influenzare l'opinione pubblica, conscie del fatto che l'indipendenza garantita dalla *legge ad interim* e poi dalla legge istitutiva della *Bundesbank* poteva essere revocata in ogni momento attraverso una semplice legge ordinaria. Nonostante nel periodo della Repubblica di Weimar la Germania abbia sperimentato sia l'iperinflazione del 1923 che la crisi bancaria e la deflazione dei primi anni '30, i responsabili della politica monetaria tedesca hanno quindi perorato la causa della loro indipendenza ai fini del mantenimento della stabilità dei prezzi, alimentando il mito che l'ascesa al potere di Hitler e dei nazionalsocialisti fosse da imputare ai danni provocati dall'iperinflazione, mentre, in realtà, essa dipese dalla deflazione, dalla Grande depressione e dalla conseguente violenta impennata della disoccupazione.⁸² Nel corso degli anni, in Germania la mitologia creata attorno all'iperinflazione degli anni '20 e all'importanza del mantenimento della stabilità dei prezzi ha dato vita a un ampio consenso sociale favorevole al dogmatismo monetario della *Bundesbank*, un dogmatismo che è stato solamente scalfito durante il periodo 'keynesiano' in cui le autorità monetarie tedesche parteciparono all'esperimento della cosiddetta 'regolazione globale' (*Globalsteuerung*) (Capitolo 4, paragrafo 2.). Di conseguenza, eventuali dubbi sulla indipendenza della Banca centrale tedesca si sono trasformati in un vero e proprio tabù nazionale. Si considerino, per esempio, le seguenti affermazioni dell'ex presidente della *Bundesbank* Hans Tietmeyer:

The reasons for the success of German monetary policy in defending price stability are in part historical. The experience gained [...] with hyperinflation in the first half of this century has helped to develop a special sensitivity to inflation and has caused the wider public to believe in the critical importance of monetary stability in Germany. For this reason, the strong position of the Bundesbank is widely accepted by the general public – questioning its independence even seems to be a national taboo. This social consensus has yielded strong support for the policy of the Bundesbank.⁸³

Poco sopra abbiamo visto che lo status di indipendenza riconosciuto alla *Bundesbank* e i margini di discrezionalità impliciti nelle procedure operative da essa adottate sino all'introduzione dell'euro non possono essere strettamente ricondotti alle tesi difese da Walter Eucken e dagli ordoliberali di Friburgo. Tuttavia, non vi è dubbio che la Banca centrale tedesca abbia dato vita a una cultura della stabilità,

p. 179) osserva che anche egli era convinto che la responsabilità finale per la politica economica e monetaria dovesse restare nelle mani del governo e, in particolare, in quelle del ministero dell'economia. A tal fine, Erhard riteneva che un ruolo decisivo spettasse al potere di persuasione esercitato dal ministero dell'economia sugli alti funzionari di nomina governativa della banca centrale.

⁸² Sulle vicende che hanno caratterizzato gli anni della Repubblica di Weimar si confronti Kolb (2005).

⁸³ Tietmeyer (1991), p. 182.

lasciata in eredità alla Bce, fedele a una concezione della politica monetaria di tipo 'ordopolitico', che riconosce il principio del primato della politica monetaria e la necessità di garantire la stabilità dei prezzi, senza lasciare spazio alcuno a forme di interventismo dirette a stimolare la crescita o l'occupazione:

While German twentieth-century monetary history was actually rather symmetric featuring both hyperinflation and deflation, Germany's 'economic culture' today, in contrast to America's, is highly asymmetric [...]. Germany's peculiar 'economic culture' – referred to at home as its 'stability culture' – is closely aligned with the key peculiarity about German-style monetary policy: a conspicuous asymmetry in mindset and approach. German central bankers have a special gift for detecting inflation risks even when nobody else can, but are never really scared of deflation. An inherently asymmetric monetary policy style that was bequeathed to the ECB, Germany's 'price stability above else' monetary anthem made its way into EU jargon as 'stability-oriented' monetary policy.⁸⁴ But mainstream economists continue to have a hard time coming to grips with the substance of the notion of 'stability oriented', which really stands for the Bundesbank's (and later ECB's) 'price stability-*only*' approach to monetary stability. In practical terms, the Bundesbank approach to interest rate policy may be likened to a driver who is always ready to slam the brakes on but never willing to kick down the accelerator. Importantly, German-style monetary policy is not stabilisation policy (associated with [...] 'interventionism'), but 'stability policy' instead (associated with 'ordo' or 'Ordnungspolitik'). By conception, stability policy is all about preventing inflation and not about attempting to directly stimulate growth and employment.⁸⁵

⁸⁴ In un articolo pubblicato nel Bollettino mensile del mese di gennaio del 1999 (pp. 39-49), la Bce illustra l'approccio politico-economico dell'Eurosistema facendo riferimento a una *strategia di politica monetaria orientata alla stabilità*.

⁸⁵ Bibow (2013a), pp. 614-615. Con una formulazione molto simile a quella dell'art. 127 (comma primo) del TFUE e dell'art. 12 della legge istitutiva della *Bundesbank*, anche il *Bank of England Act* del 1998 attribuisce alle autorità monetarie britanniche l'obiettivo primario di salvaguardare la stabilità dei prezzi: "In relation to monetary policy, the objectives of the Bank of England shall be (a) to maintain price stability and (b) subject to that, to support the economic policy of Her Majesty's Government, including its objectives for growth and employment." (citato in Alsopp e Vines (2000), p. 21). Nell'ottobre del 1998, il Consiglio direttivo della Bce ha adottato la seguente definizione quantitativa dell'obiettivo della stabilità dei prezzi: "La stabilità dei prezzi verrà definita come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento." In seguito è stato ulteriormente precisato che "la stabilità dei prezzi deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine" (BCE (1999a), p. 46). Per quanto riguarda la realtà statunitense, invece, il *Federal Reserve Reform Act* del 1977 specifica che la Fed deve promuovere gli obiettivi della piena occupazione e della stabilità dei prezzi e moderare il livello dei tassi di interesse a lungo termine. Inoltre, il *Full Employment and Balanced Growth Act (Humphrey-Hawkins Act)* del 1978 stabilisce che gli obiettivi della politica economica nazionale sono la piena occupazione, la produzione di piena utilizzazione dei fattori produttivi, l'aumento del reddito reale, una crescita bilanciata, un bilancio federale in pareggio e una ragionevole stabilità dei prezzi. Poiché il Sistema della Riserva federale opera nel quadro degli obiettivi di politica economica stabiliti dal Congresso, il *Humphrey-Hawkins Act* conferma la molteplicità degli obiettivi assegnati alla Fed. Per questo motivo, la Banca Centrale statunitense, per bocca di Alan Greenspan, si è limitata a definire

I margini di discrezionalità associati allo status di indipendenza e alle modalità di condotta della politica monetaria della Bce contrastano con le conclusioni pionieristiche di Eucken sui possibili problemi derivanti dalla inconsistenza temporale della politica economica riassunte attraverso il principio di costanza della politica economica. Ma, negli anni precedenti l'introduzione della moneta unica, questo principio costitutivo dell'ordinamento concorrenziale formulato dall'economista della Scuola di Friburgo è entrato nella costituzione economica europea attraverso il divieto di incorrere in deficit eccessivi (articolo 126 TFUE) e le sue successive specificazioni contenute nel Patto di stabilità e crescita adottato dal Consiglio europeo nel 1997.

Infine, Jens Weidmann (2014, pp. 2, 5-7) sottolinea come l'articolo 125 del TFUE, quello relativo alla clausola di *no bailout*, dia espressione al principio di responsabilità per i debiti elaborato da Eucken con riferimento ai risultati di gestione prodotti dalle imprese private.

2.2. *Una risposta di politica economica coerente con le premesse dei trattati su cui si fonda l'Unione europea?*

Nei capitoli e nei paragrafi precedenti, abbiamo evidenziato a più riprese che, lette attraverso le lenti di una impostazione ordoliberal, le crisi economiche e finanziarie non sono il risultato di dinamiche endogene alle economie di mercato, ma che esse sono interamente imputabili a fattori esogeni legati a interventi di politica economica discrezionali e/o all'incapacità, o alla mancata volontà, delle autorità pubbliche di definire un adeguato quadro di norme giuridiche basate sui principi che garantirebbero il funzionamento dell'economia secondo canoni riconducibili alla tradizione neoclassica.

Sotto questo aspetto, esiste una rimarchevole continuità tra l'interpretazione di Eucken sulle vicende che hanno condotto alla Grande depressione degli anni '30 del secolo scorso, e le interpretazioni di Schäuble e di Sinn sulle radici profonde dell'attuale crisi nell'Eurozona. Jens Weidmann (2014, p. 3) si trova dunque in ottima compagnia quando afferma di non pensare che “la crisi abbia messo in dubbio i principi fondamentali dell'economia di mercato”, e quando sostiene che “la crisi abbia piuttosto rivelato che, in alcuni ambiti, i principi ordopolitici non sono stati imposti in modo adeguato.” Come già Schäuble e Sinn, anche Weidmann attribuisce l'eccessivo accumulo di debiti pubblici e privati nei paesi ‘periferici’ dell'Eurozona osservato negli anni che hanno preceduto lo scoppio della crisi alle

l'obiettivo della stabilità dei prezzi in termini esclusivamente qualitativi: “[Price stability can be broadly defined to mean] that the expected changes in the average price level are small enough and gradual enough that they do not materially enter business and household financial decisions.” (Apel (2003), pp. 32, 51).

lacune dei trattati su cui si fonda l'Unione e alla insufficiente regolamentazione del sistema finanziario.

Secondo Weidmann, infatti, l'eccesso di indebitamento pubblico e privato nei paesi 'periferici' dell'Unione monetaria è figlio di una inadeguata specificazione del principio di costanza della politica economica richiamato dalle norme del Patto di stabilità e crescita (PSC)⁸⁶ e del principio di responsabilità enunciato da Eucken, un principio che, accanto a quello del primato della politica monetaria, rappresenta un pilastro fondamentale dell'Unione economica e monetaria europea:

L'Unione monetaria si fonda su principi conformi all'economia di mercato. A questo proposito, occorre menzionarne soprattutto due: il principio di responsabilità, e quello che Eucken indicava come primato della politica monetaria. [...] Così come una economia di mercato può funzionare soltanto se gli imprenditori rispondono per le conseguenze delle loro scelte, anche una unione monetaria può funzionare soltanto se gli stati e le banche assumono in proprio la responsabilità per le loro decisioni.⁸⁷

Alla luce di queste considerazioni, che valutazione si può dare sul grado di conformità delle risposte di politica economica alla crisi fornite dalle autorità tedesche e, di riflesso, da quelle europee rispetto ai principi ordoliberali accolti dai trattati su cui si fonda l'Unione? La politica economica tedesca ed europea si è cioè attenuta alla distinzione tra *forma* e *processo* definita da Eucken, ovvero all'idea che la politica economica consista nella determinazione e nella sorveglianza delle 'regole del gioco', e non in deleteri interventi di natura funzionale diretti ad affrontare le contingenze del momento?

A questo proposito, il direttore del *Walter Eucken Institut*, e attuale membro del Consiglio degli esperti economici tedesco (*Sachverständigenrat*), Lars Feld, (Feld, Köhler e Nientiedt 2015, Feld 2016) sottolinea le incongruenze tra le misure di politica economica adottate dal governo tedesco e dalle autorità europee e una concezione propriamente ordolibérale della politica economica. Feld, infatti, ricorda come, durante i primi mesi successivi allo scoppio della Grande recessione, la politica economica del governo tedesco sia stata guidata principalmente dalla volontà di salvaguardare gli interessi nazionali e di offrire un immediato supporto

⁸⁶ Con vivo disappunto, Weidmann (2014, p. 6) riconosce che, dopo l'introduzione della moneta unica, la Germania non è mai stata di esempio agli altri paesi dell'Unione per quanto concerne il rispetto delle previsioni del Patto di stabilità e crescita (PSC), avendone violato i parametri per ben sette volte (contro le otto volte della Francia e le nove dell'Italia) nel periodo 2000-2014. Come è noto, nel 2005 i contenuti del PSC vennero sensibilmente ammorbiditi per venire incontro alla Germania e alla Francia che, nel 2003, erano state assoggettate alla procedura di infrazione dalla Commissione europea. All'epoca, la Bce si oppose con forza alla riforma del PSC, lamentando che essa avrebbe minato l'efficace coordinamento delle politiche economiche dell'area dell'euro. Per maggiori dettagli su questa vicenda, si vedano BCE (2005, 2008).

⁸⁷ Weidmann (2014), pp. 3, 5.

all'economia del paese. È in quest'ottica che vanno lette la politica fiscale espansiva e gli interventi di salvataggio del sistema bancario nazionale promossi dalla Cancelleria tedesca. Inoltre, Feld osserva come, nonostante la contrarietà a qualunque forma di emissione congiunta di titoli del debito pubblico (*Eurobonds*), il governo tedesco abbia finito per supportare l'istituzione dei fondi di salvataggio emergenziali e del Meccanismo europeo di stabilità (MES) e, sia pure con sempre maggiore riluttanza e contro l'opposizione della *Bundesbank*, anche le politiche monetarie non convenzionali messe in atto dalla Bce.

Secondo Feld, il pragmatismo del governo tedesco ha prodotto risultati contraddittori. Se, da un lato, il rifiuto di una piena condivisione di responsabilità per i debiti accumulati dai paesi 'periferici' dell'Eurozona appare ispirato dalla volontà di rispettare il principio accolto dall'art. 125 del TFUE (clausola di *no bailout*), dall'altro, il governo tedesco ha però violato questo stesso principio, alimentando i problemi di azzardo morale che sono alla radice della crisi attraverso il salvataggio degli istituti bancari nazionali e l'adesione ai piani di salvataggio dei paesi debitori dell'area dell'euro orchestrati dalla Commissione europea e dalla Bce. Non solo. Feld ritiene che, paradossalmente, proprio l'opposizione tedesca all'emissione di *Eurobond* proposta dalla Commissione europea nel novembre del 2011 per frenare l'esplosione dei costi di rifinanziamento imposti dai mercati finanziari ai paesi 'periferici' dell'Eurozona abbia indotto la Bce ad annunciare il lancio del programma OMT nell'estate del 2012. Attraverso l'adozione di vere e proprie misure di politica fiscale regionale che ampliano illegittimamente il suo mandato, la Bce avrebbe così leso il principio che stabilisce il primato della politica monetaria, abusando del suo status di indipendenza, che deve invece restare vincolato alla realizzazione dell'obiettivo primario del mantenimento della stabilità dei prezzi.⁸⁸

Nel terzo capitolo (paragrafo 3.) abbiamo visto che anche Hans-Werner Sinn stigmatizza l'approccio pragmatico della Cancelleria tedesca e delle autorità europee alla soluzione della crisi. A giudizio di Sinn, la mancata corrispondenza tra gli interventi di politica economica e i principi che avrebbero dovuto reggere l'Unione monetaria pone le premesse per una distorsione permanente dei meccanismi di funzionamento del mercato dei capitali europeo. Sinn sottolinea che le politiche di salvataggio hanno sfacciatamente avvantaggiato non solo i debitori, ma anche i creditori, dei paesi 'periferici' dell'Eurozona, e che gli interessi della *lobby* della grande finanza internazionale, compresi quelli delle banche e delle assicurazioni tedesche, non dovrebbero poter prevalere su quelli dei contribuenti. Per Sinn il cedimento della politica tedesca alle pressioni della *lobby* finanziaria non è

⁸⁸ "L'indipendenza non è fine a sé stessa – la banca d'emissione non deve diventare uno Sato nello Stato. L'indipendenza è piuttosto riconducibile all'esistenza di una correlazione positiva con la stabilità dei prezzi." (Weidmann (2014), p. 4)

giustificabile, perché il rispetto del principio di responsabilità impone che l'eventuale fallimento degli istituti e dei governi dei paesi debitori venga sopportato dai loro creditori privati:

[...] i salvataggi sono serviti non tanto alle popolazioni, quanto ai creditori stranieri e domestici degli stati dei paesi colpiti dalla crisi, che hanno potuto far valere i loro diritti grazie ai fondi messi a disposizione con i salvataggi. La responsabilità del creditore è il principio fondamentale dell'economia di mercato. Chi decide di prestare i propri soldi deve sopportare i danni nei casi in cui il debitore non sia in grado di rimborsare il prestito. È ingiusto che i contribuenti e i pensionati di altri stati si accollino i crediti dei creditori privati, affinché questi ultimi possano tagliare la corda. [...] la politica tedesca si è arresa alle pressioni della lobby finanziaria e degli altri stati europei. I francesi volevano salvare le loro banche, gli influenti attori finanziari della *City* di Londra si sentivano in grave pericolo. I non meno influenti attori finanziari di *Wall Street* hanno incalzato Obama che, a sua volta, ha incalzato la [cancelliera] Merkel. Le grandi banche e assicurazioni tedesche non hanno mancato di intervenire. Tutti questi soggetti hanno preferito farsi salvare dai contribuenti, piuttosto che rimettere ai loro debitori ormai insolventi una parte dei loro debiti. [...] Il collasso del sistema finanziario ci viene costantemente presentato come uno spauracchio da evitare ad ogni costo. Ma, in realtà, che cosa significherebbe questo collasso? Esso implicherebbe il fallimento di alcune banche. Qualche investitore perderà parte del proprio patrimonio, ma non sarebbe la fine del mondo. Dalla conclusione della seconda guerra mondiale ci sono stati circa 190 episodi di taglio del debito in 95 paesi. Tuttavia, il mondo non è mai finito lì. In definitiva si tratta di questo: Chi deve sopportare il pericolo? Gli stati o i sistemi bancari? E chi deve perdere il proprio patrimonio? Il cittadino comune, ovvero i pensionati e i contribuenti, o i prestigiatori della finanza?⁸⁹

Tuttavia, sebbene la reazione 'pragmatica' alla crisi della Cancelleria tedesca, della Commissione europea e della Bce non rientri nei canoni di una risposta di politica economica propriamente ordoliberal, non vi è però dubbio che essa non possa nemmeno essere imputata a una lettura delle cause della crisi ispirata a un modello di funzionamento dell'economia di mercato diverso da quello sottostante la visione difesa dagli esponenti della Scuola di Friburgo e dai loro epigoni contemporanei. Sia i programmi di assistenza ai paesi 'periferici' dell'Eurozona attivati attraverso l'istituzione dei fondi emergenziali e del MES che gli acquisti di titoli del debito pubblico della Bce nell'ambito del programma OMT sono infatti stati subordinati a una rigida condizionalità (piani di consolidamento fiscale, riforme strutturali e dello Stato sociale) diretta a fare rispettare le norme e lo spirito dei trattati su cui si fonda

⁸⁹ Sinn (2014b), pp. 56, 68, 115.

l'Unione europea,⁹⁰ nel rispetto, quindi, di una impostazione neoclassica ortodossa già ampiamente sperimentata nell'ultimo trentennio dal Fondo monetario internazionale (Fmi) in occasione delle crisi debitorie che hanno coinvolto i paesi in via di sviluppo. Non a caso, unitamente alla Commissione europea e alla Bce, il Fmi fa parte della cosiddetta *Troika* chiamata a fornire assistenza congiunta e a negoziare congiuntamente le condizioni per la ristrutturazione dei debiti esterni dei paesi dell'Unione monetaria che si trovano in difficoltà.⁹¹

Inoltre, nel terzo paragrafo del terzo capitolo abbiamo visto come la Bce consideri tutte le operazioni di fornitura di liquidità e i programmi di acquisto di titoli sul mercato secondario come una legittima estensione delle procedure operative ordinarie utilizzate per garantire il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Questo vale anche per il programma di *Quantitative Easing (QE)* lanciato dalla Bce nel gennaio del 2015.⁹² In presenza dei vincoli posti dal raggiungimento del cosiddetto *Zero Lower Bound (ZLB)* per i tassi di interesse ufficiali⁹³ e dai limiti posti alle politiche fiscali discrezionali nei paesi membri dell'Unione monetaria, la Bce è infatti intervenuta attraverso il QE per evitare una

⁹⁰ La cancelliera Merkel ha difeso l'approccio pragmatico alla soluzione della crisi nell'Eurozona nel modo seguente: “[...] abbiamo discusso per molti mesi: perché non gli Eurobond; perché la solidarietà per tenere insieme il sistema finanziario da un lato e, dall'altro, [la richiesta] di sforzi in proprio? [...] tutto sommato, direi che questa impostazione ha pagato. In mancanza di tale impostazione, il trasferimento di tutti i rischi a livello comunitario senza la predisposizione di [adeguate] fondamenta, ovvero senza una responsabilità a livello europeo per la politica di bilancio nazionale e la politica sociale nazionale, farebbe andare tutto nuovamente a pezzi [...]” (Merkel (2016), p. 4).

⁹¹ L'articolo 8 del Trattato istitutivo del Meccanismo europeo di stabilità stabilisce che: “Il MES coopererà strettamente con il Fondo monetario internazionale (Fmi) nel fornire un sostegno alla stabilità. La partecipazione attiva del FMI sarà prevista sia a livello tecnico che finanziario. Lo Stato membro della zona euro che richiederà l'assistenza finanziaria del MES rivolgerà, ove possibile, richiesta analoga al FMI.”

⁹² Il QE è stato introdotto per la prima volta nel 2001 dalla banca nazionale giapponese per fare fronte alla deflazione seguita allo scoppio della bolla immobiliare che colpì il Giappone all'inizio degli anni '90 del secolo scorso (si veda Koo (2008, 2015)). Dopo il 2008, programmi di QE sono stati utilizzati anche dalla Banca d'Inghilterra e dalla Federal Reserve (si confrontino Bank of England (2011) e Bernanke (2013, 2015)). Sergio Cesaratto (2015, p. 42) definisce il QE come “una modalità con cui la banca centrale espande la liquidità del sistema in maniera attiva acquistando titoli a lungo termine, fondamentalmente pubblici, ma anche privati, diminuendo i tassi di interesse (reali) a lungo termine.”

⁹³ “Vi è [...] un limite alla capacità della banca centrale di ridurre i tassi ufficiali. La possibilità di detenere circolante, il cui rendimento nominale è nullo, impedisce infatti al rendimento nominale su qualsiasi attività finanziaria di scendere su livelli significativamente negativi. Quando questo vincolo, noto come *Zero Lower Bound (ZLB)*, diventa stringente, i tassi reali sono determinati esclusivamente dalle attese di inflazione. Una volta che lo ZLB è stato raggiunto la banca centrale non è più in grado di contrastare riduzioni dell'inflazione al di sotto dell'obiettivo abbassando i tassi di interesse ufficiali. In tale situazione il rischio di un disancoraggio delle aspettative di inflazione di medio-lungo termine dall'obiettivo della banca centrale può aumentare, sospingendo ulteriormente al rialzo i tassi reali; aumenta la probabilità di una spirale deflattiva o, comunque, di un prolungato periodo di bassa crescita sia dell'attività economica che dei prezzi.” (Cova e Ferrero (2015), p. 5).

spirale deflazionistica attraverso il sostegno alla domanda aggregata europea.⁹⁴ Abbiamo anche visto come la Bce ritenga che la stabilizzazione degli squilibri di parte corrente all'interno dell'Eurozona indirettamente prodotta dai suoi primi interventi straordinari di politica monetaria abbia consentito di guadagnare del tempo prezioso che le autorità politiche dei paesi indebitati potevano sfruttare per realizzare gli aggiustamenti richiesti come condizione per l'aiuto ricevuto.

Il tempo guadagnato è stato però utilizzato anche per riformare la *costituzione economica europea* secondo criteri conformi a una concezione autenticamente ordoliberal. In Germania, l'eredità della tradizione della Scuola di Friburgo viene senz'altro custodita in modo più rigoroso dalla *Bundesbank* che non dal governo tedesco. Ma nonostante la risposta di natura pragmatica alla crisi, in un discorso tenuto in occasione del 125esimo anniversario della nascita di Walter Eucken, la cancelliera Merkel ha recentemente ribadito l'importanza e l'attualità dell'approccio ordoliberal alla politica economica:

I principi ordoliberali della Scuola di Friburgo non hanno perso di attualità e di significato. Il principio di responsabilità, l'esistenza di un sistema dei prezzi funzionante, la stabilità della moneta, la tutela della proprietà privata e della libertà di contratto, i mercati aperti e la costanza della politica economica – questi principi sono e restano fattori di successo per quello che Eucken chiamava „un ordinamento economico efficiente e degno dell'uomo.” [...] Molto di ciò che oggi è attuale poggia sul lavoro di grandi economisti del passato, tra i quali, senza dubbio, Walter Eucken ricopre un ruolo del tutto particolare. I suoi principi di politica dell'ordinamento sono di costante aiuto per non perdere di vista il quadro di insieme. In linea di massima, gli interventi di politica economica non devono essere diretti a guidare i processi economici, ma piuttosto a dare forma all'ordinamento economico.⁹⁵

A tutela del principio del primato della politica monetaria e del principio della costanza della politica economica, le pressioni del governo tedesco hanno quindi condotto al rafforzamento del meccanismo preventivo e di quello correttivo del PSC attraverso i regolamenti comunitari contenuti nel cosiddetto *six pack*, e all'introduzione del vincolo del pareggio di bilancio attraverso la firma e la ratifica del *Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance nell'UEM (TSCG)*. Tale vincolo, informalmente definito in Germania con il termine *Schuldenbremse* (letteralmente

⁹⁴ Per una descrizione del programma di QE adottato dalla Bce e una analisi dei suoi canali di trasmissione, si veda Andrade *et alia* (2016).

⁹⁵ Merkel (2016), pp. 2, 5-6.

‘freno ai debiti’), era già stato introdotto nel 2009 nell’articolo 109, comma terzo della Legge fondamentale (*Grundgesetz*) della Repubblica federale di Germania.⁹⁶

Dando l’esempio con l’introduzione anticipata del ‘freno ai debiti’, la Germania ha in un certo senso riscattato il suo passato fatto di ripetute violazioni del PSC. Sul piano della coerenza tra i principi enunciati (e imposti) e le politiche effettivamente adottate, l’accoglimento del vincolo del pareggio di bilancio nella Legge fondamentale ha quindi reso meno stridenti i continui richiami allo stereotipo della ‘casalinga sveva’ (*schwäbische Hausfrau*) ascoltati in Germania dopo lo scoppio della crisi. La ‘casalinga sveva’ è una sorta di figura mitologica che simboleggia le virtù di frugalità e di parsimonia della tipica donna di casa della regione storica della Svevia. Negli ultimi anni, in Germania questa figura è stata spesso utilizzata nel dibattito pubblico per contrapporre le qualità etiche e la sobrietà dello stile di vita tedesco alla condotta di segno opposto, improntata alla prodigalità e allo spreco di risorse, soprattutto nel settore pubblico, tenuta nei paesi ‘periferici’ dell’Unione monetaria. Per esempio, durante le fasi iniziali della crisi nell’Eurozona, la cancelliera Merkel ha osservato che “sarebbe bastato chiedere a una casalinga sveva, ci avrebbe ripetuto una massima di vita tanto breve quanto giusta: alla lunga non si può vivere al di sopra delle proprie possibilità. Questo è il nocciolo della crisi.”⁹⁷

Weidmann (2014, p. 6-8) però sottolinea che, per garantire la tenuta dell’Unione, il rafforzamento del PSC e l’introduzione del vincolo del pareggio di bilancio non sono sufficienti. Infatti, anche le regole precedenti del PSC sono state violate a più riprese. Pertanto, ciò che occorre è anche una adeguata ridefinizione del principio di responsabilità.

Analogamente a Sinn (Capitolo 3, paragrafo 2.2.), l’attuale presidente della *Bundesbank* ritiene che i mercati finanziari possano esercitare la loro funzione disciplinante soltanto in presenza di un quadro normativo che incentivi i creditori a valutare in modo corretto i profili di rischio dei loro debitori. A tal fine, è necessario che, in casi estremi, venga ammessa e regolamentata l’insolvenza degli stati membri dell’Unione e delle loro banche. E perché ciò possa avvenire, senza che venga messa a rischio la stabilità finanziaria all’interno dell’area dell’euro occorre spezzare il legame tra crisi bancarie e crisi del debito sovrano. A questo proposito, Weidmann accoglie con favore le innovazioni regolamentari relative ai requisiti di patrimonializzazione delle banche introdotte con l’accordo di Basilea III. Inoltre, egli sottolinea i progressi derivanti dall’introduzione dell’Unione bancaria e dei due pilastri su cui essa poggia, ovvero il *Meccanismo di vigilanza unico* (MVU) e, soprattutto, il *Meccanismo di risoluzione unico* (MRU), attraverso il quale si istituisce il

⁹⁶ In Italia il TSCG è stato ratificato con la legge n. 114 del 23 luglio 2012, mentre il vincolo del pareggio di bilancio è stato introdotto anticipatamente con la legge costituzionale n. 1 del 20 aprile 2012 ed è ora recepito nell’art. 81 della nostra Costituzione.

⁹⁷ Citata in Alviani (2015).

fondamentale principio secondo cui non sono i contribuenti, bensì gli azionisti e i creditori che devono sopportare i rischi legati alla gestione di una banca.⁹⁸ Weidmann è invece critico per quanto riguarda la mancata definizione di regole che fissino un limite preciso per l'acquisto di titoli del debito pubblico emessi dagli Stati membri dell'Unione, e di regole che prescrivano alle banche di accantonare quote di capitale proprio commisurate al rischio di investimenti di questa natura.

In conclusione, è difficile non concordare con la tesi espressa da Peter Bofinger (2016), il membro 'keynesiano' dissenziente del Consiglio degli esperti economici tedesco (*Sachverständigenrat*), secondo cui la politica economica tedesca e quella europea subiscono l'influenza della 'lunga ombra di Walter Eucken'. Infatti, a giudizio di Bofinger, nonostante nei circoli accademici e in quelli politico-economici tedeschi ed europei si faccia riferimento allo stesso apparato teorico formale utilizzato negli altri paesi, quello cioè definito dal *Nuovo 'consenso' macroeconomico*, in Germania e in Europa l'adesione ai principi costitutivi dell'ordinamento concorrenziale formulati da Eucken dà vita a uno specifico paradigma macroeconomico:

The German *macroeconomic policy paradigm* rests on three pillars:

- An almost religious fixation on *balanced fiscal budgets* which reflects a very sceptical assessment of the effectiveness of demand management and the ability of governments to identify profitable investment projects. [...]
- A very strong preference for *price stability* as the overarching target of monetary policy with an asymmetric tolerance for deviations. [...]
- A deep conviction that *flexible prices* are the most important contribution to the solution of unemployment problems. This is reflected in the German '*wage moderation*' of the years 2000 to 2007 which was designed as a strategy to reduce unemployment in Germany [...]. [...]

At first sight the specific macroeconomic policy paradigm is difficult to explain. German university students read the same macroeconomic textbooks as students in other countries and at the advanced level the standard DSGE models are taught and applied. But behind the formal theoretical apparatus one can identify a specific paradigm to economic policy which is called 'Ordnungspolitik' and which in this form does not exist in other countries. While there are no university courses on this topic, 'Ordnungspolitik' plays an important role in German academic debate on policy issues and actual economic policy.⁹⁹

Ecco allora come, a giudizio di Bofinger, si spiega la reazione più timida alla crisi della Bce rispetto alle altre maggiori banche centrali. A questo proposito, Bofinger ricorda che nel 2011, nel pieno della crisi nell'Eurozona, la Bce ha addirittura aumentato i suoi tassi di riferimento ufficiali, e che il suo programma di *Quantitative*

⁹⁸ Per maggiori dettagli sull'Unione bancaria europea, si veda Boccuzzi (2015).

⁹⁹ Bofinger (2016), pp. 8-9, 11.

Easing ha preso avvio soltanto nel 2015, in netto ritardo rispetto ai programmi attivati in Gran Bretagna e negli Stati Uniti.

Inoltre, Bofinger ritiene che anche la decisa virata verso le politiche di austerità osservata in Europa a seguito della dichiarazione conclusiva seguita al summit del G20 tenuto a Toronto nel mese di giugno del 2010 debba essere attribuita alle influenze esercitate dalla tradizione della Scuola di Friburgo. In effetti, come si evince dalla figura 12, dopo lo scoppio della crisi, la Gran Bretagna, il Giappone e gli Stati Uniti hanno tollerato deficit di bilancio molto maggiori e per molto più tempo che non la Germania, l'Italia, la Francia e l'Eurozona nel suo complesso.

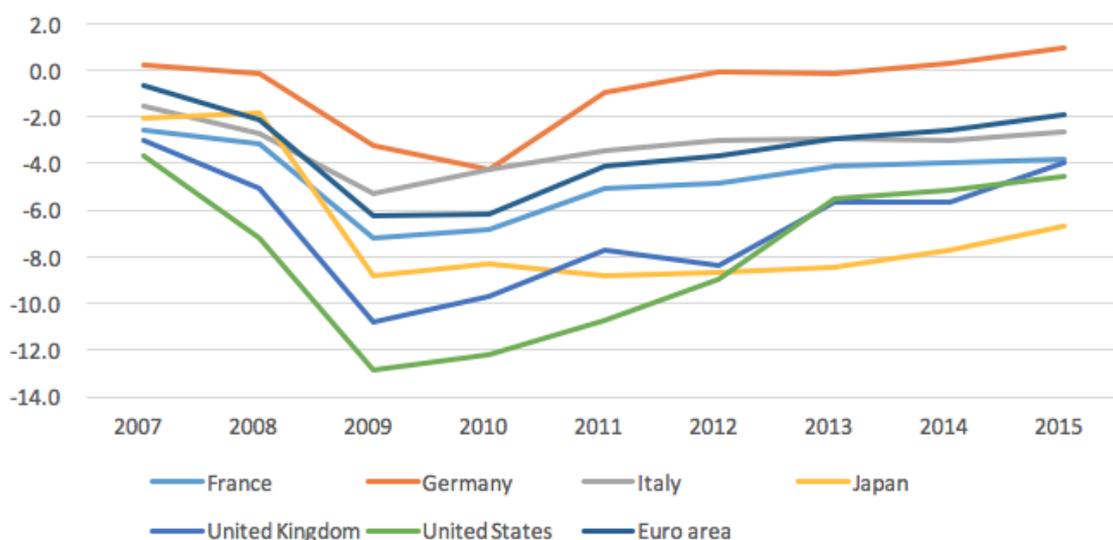


Figura 12 – Deficit del bilancio pubblico in rapporto al Pil nelle maggiori economie avanzate, 2007-2015
(Fonte: Bofinger (2016), p. 10)

CAPITOLO 6

L'economia sociale di mercato

1. L'economia sociale di mercato nella sua concezione originaria

L'*economia sociale di mercato* è la formula che ha contraddistinto il periodo quasi ventennale (1949-1966) del miracolo economico tedesco (*Wirtschaftswunder*). Durante tale periodo, nella Repubblica federale di Germania il governo è stato retto dall'*Unione cristiano-democratica* (CDU), dapprima sotto il cancellierato di Konrad Adenauer (1949-1963) e, successivamente, sotto il cancellierato di Ludwig Erhard (1963-1966) che, in precedenza, era stato Ministro dell'economia per tutta la durata dell'era Adenauer.

Dopo il trauma dell'esperienza nazista, e nel contesto della Guerra fredda, caratterizzato dalla competizione politico-economica con la DDR e il blocco sovietico, la CDU sviluppò un modello propriamente tedesco che prendeva le distanze non solo dal collettivismo e dirigismo socialista, ma anche dal liberalismo del *laissez-faire* e dal *Welfare State* promosso in quegli anni in Gran Bretagna e in Francia.

Inizialmente, la CDU era divisa tra una componente progressista, ispirata al socialismo cristiano e legata al movimento sindacale, e un'ala conservatrice, invece più legata alla classe imprenditoriale. Mentre i contenuti del manifesto fondatore della CDU, il cosiddetto *Ahlener Programm* del 1947, erano più vicini alla posizione della componente cristiano-sociale, con la previsione di forme piuttosto spinte di pianificazione economica, il documento programmatico adottato durante il congresso di Düsseldorf, tenuto nel luglio del 1949 in preparazione delle prime elezioni democratiche previste per la metà di agosto, assumeva una posizione socio-economica e giuridica nettamente più liberale. Nei *Düsseldorfer Leitsätze über Wirtschaftspolitik, Sozialpolitik und Wohnungsbau* (*Linee direttrici di Düsseldorf per la politica economica, sociale e dell'abitazione*), i confini di quella che sarebbe diventata l'economia sociale di mercato erano definiti nel modo seguente:

Si tratta di una concezione legata al sociale, di una economia nella quale i risultati del lavoro di uomini liberi e capaci sono armonizzati nel quadro di un ordine che porta a tutti il massimo dei profitti economici e di giustizia sociale. Questo sistema si oppone radicalmente a quello dell'economia pianificata, che noi rigettiamo, sia che le sue direttive provengano da organismi centralizzati che da organismi decentralizzati, siano essi ufficiali o privati. Esso si oppone ugualmente all'economia cosiddetta "libera", ed è per evitare un ritorno a

quest'ultima che il controllo indipendente dei monopoli è necessario al fine di assicurare una sana emulazione.¹

Le similitudini tra i contenuti del documento programmatico del congresso di Düsseldorf del 1949 e le elaborazioni degli ordoliberali e degli esponenti del 'liberalismo sociologico' tedeschi che parteciparono al *Colloque Walter Lippmann* svoltosi a Parigi nel 1938 appaiono evidenti (si confronti il Capitolo 4, paragrafo 4.2.). Cionondimeno, il termine *economia sociale di mercato* è stato utilizzato per la prima volta in una pubblicazione ufficiale da Alfred Müller-Armack (1947) in un suo libro intitolato *Wirtschaftslenkung und Marktwirtschaft* (letteralmente, *Direzione dell'economia ed economia di mercato*).²

Attraverso il concetto di *economia sociale di mercato*, Müller-Armack, che ha insegnato per molti anni all'Università di Colonia, e che nel secondo dopoguerra ha anche ricoperto importanti incarichi nel governo di Bonn,³ dà vita a una formula 'irenica' diretta a realizzare una conciliazione tra l'obiettivo dell'efficienza di mercato e quello dell'equità sociale:

Il *sensu* dell'economia sociale di mercato è di unire il principio della libertà di mercato con quello del compromesso sociale. [...] Con il neoliberalismo i rappresentanti dell'economia sociale di mercato condividono la convinzione secondo cui il vecchio liberalismo ha sì giustamente visto il significato funzionale della concorrenza, ma non ha considerato in maniera sufficiente i problemi sociali e sociologici. In opposizione al vecchio liberalismo essi non aspirano a una restaurazione di una economia del laissez-faire; il loro scopo è *una sintesi di nuovo tipo*. [...] Il concetto di economia sociale di mercato può essere così definito come un'idea di politica dell'ordine il cui scopo è di legare, sulla base dell'economia della concorrenza, la libera iniziativa con un progresso sociale assicurato proprio con le prestazioni dell'economia di mercato.⁴

¹ Citato in Audier (2012b), p. 407. Sulle differenze tra il *Programma di Ahlen* del 1947 e la piattaforma programmatica elaborata durante il congresso della CDU tenuto a Düsseldorf nel 1949, si veda Klump (2001 [2010], pp. 272-275).

² Mentre non esistono dubbi sul primo utilizzo del concetto di *economia sociale di mercato* in una pubblicazione ufficiale, le radici storiche e la primogenitura vera e propria di questa espressione non sono mai state definitivamente chiarite. Goldschmidt e Wohlgemuth (2008b, p. 264) sottolineano che le differenti radici del termine non risalgono soltanto all'immediato dopoguerra, ma possono essere individuate anche nelle discussioni avvenute all'inizio degli anni '40 del secolo scorso sia in circoli vicini al regime nazionalsocialista che in circoli legati alla resistenza tedesca, e addirittura in un più antico dibattito nell'ambito della Scuola storica tedesca, prima ancora che il *Kaiser* venisse detronizzato.

³ Nel 1952, Erhard nominò Müller-Armack a capo della *Grundsatzabteilung* del Ministero dell'economia, un dipartimento di fondamentale importanza, incaricato di definire la politica economica e commerciale ai fini della promozione dell'economia di mercato. Inoltre, tra il 1958 e il 1963, Müller-Armack occupò la posizione di Segretario di stato agli affari europei.

⁴ Müller-Armack (1956) [2010], pp. 89-91.

Per Müller-Armack, un ordine autenticamente concorrenziale è già di per sé intimamente ‘sociale’, perché garantisce la soddisfazione dei bisogni espressi dai consumatori e la realizzazione di continui guadagni di produttività e, quindi, la crescita economica:

Solo in un sistema di economia di mercato i consumatori [...] riescono a orientare l'economia in base alle loro esigenze. Il sistema dei prezzi [...] costituisce un apparato indispensabile di coordinamento e di stabilizzazione, tale da armonizzare i singoli piani, numerosi e per di più differenziati, dei consumatori e da lasciarli diventare efficaci. Tutto il controllo centralizzato cerca per conto di lasciar scorrere i flussi dei beni diversamente da quel che corrisponde alla volontà dei consumatori. Questo orientamento verso il consumo significa già una prestazione sociale da parte dell'economia di mercato. Nella stessa direzione opera l'aumento di produttività, garantito e continuamente indotto con il sistema della concorrenza [...]. La concorrenza deve essere concepita primariamente come una forma di realizzazione senza impedimenti del progresso tecnico ed economico. La sua giustificazione è pertanto la crescita stabile della produzione. Una politica ispirata all'economia sociale di mercato richiede una consapevole politica di crescita economica. [...] Accanto a questa funzione sociale già in sé insita nel sistema della concorrenza, la politica economica ha ulteriori possibilità di dare una forma da un punto di vista sociale all'ordine dell'economia. Occorre anzitutto qui pensare al fatto di dover garantire la concorrenza sotto il profilo istituzionale, come è richiesto dal neoliberalismo. Il suo senso è rendere impossibili limitazioni alla concorrenza, assumere il controllo sui monopoli, sugli oligopoli e sui cartelli e in tal modo portare la concorrenza alla massima efficienza nell'interesse dei consumatori. Nel momento in cui viene data alla concorrenza la maggiore flessibilità possibile, un ordine della concorrenza svolge al contempo anche compiti di natura sociale.⁵

Müller-Armack sottolinea che l'elemento ‘sociale’ dell'*economia sociale di mercato* si estende anche alla realizzazione di politiche di redistribuzione del reddito, ma soltanto a condizione che queste non mettano a repentaglio i meccanismi di funzionamento dell'economia di mercato e, quindi, le stesse premesse che consentono di orientare la politica del governo anche verso obiettivi di maggiore equità sociale:

L'idea dell'economia sociale di mercato non si limita però solo a rendere efficiente sul piano sociale lo strumentario della concorrenza. Il processo di formazione del reddito nell'economia di mercato offre alla politica sociale un fondamento stabile in ordine a un dirottamento dei redditi da parte dello Stato tale da correggere la distribuzione del reddito nella forma di prestazioni previdenziali, pagamenti di rendite e perequazioni di oneri, contributi per costruzione di case, sovvenzioni ecc. [...] In questo contesto il principio

⁵ *Ibidem*, p. 91, 93.

regolativo per interventi sociali nell'economia di mercato è la loro compatibilità con il funzionamento di una produzione da economia di mercato e con la formazione del reddito a quest'ultima corrispondente. Certo, nel dirottamento dei redditi a favore delle spese sociali può essere facilmente varcata la soglia a partire dalla quale comincia un'opera di disturbo del mercato. [...] Una *politica sociale* di economia di mercato si differenzia dalle precedenti politiche di controllo dell'economia non per i suoi obiettivi quanto piuttosto per lo strumentario. [...] la nuova politica economica tende al progresso sociale attraverso misure *conformi al mercato* [con] provvedimenti che garantiscono scopi sociali senza interferire, con effetti di disturbo, nell'apparato del mercato.⁶

Se a Müller-Armack viene generalmente riconosciuta la paternità della teorizzazione dei principi dell'economia sociale di mercato, il nome di Ludwig Erhard è quello che, più di ogni altro, a tali principi è stato associato, perché ne ha consentito la concreta realizzazione durante gli anni del miracolo economico postbellico.

Erhard si è formato presso l'Università di Francoforte, alla scuola del sociologo tedesco Franz Oppenheimer, grande teorico del socialismo liberale, inteso come 'terza via' in cui il socialismo si realizza attraverso il liberalismo grazie a una economia di mercato liberata da tutti i privilegi e i monopoli.⁷ All'influenza del pensiero di Oppenheimer, negli anni '40 si aggiunge anche l'influenza intellettuale delle tesi ordoliberali e, soprattutto, di quelle elaborate da Röpke, che è stato collega

⁶ *Ibidem*, pp. 91-92. Anche Röpke metteva in evidenza la necessità che gli interventi delle autorità pubbliche fossero compatibili con le dinamiche del mercato: "Per evitare la discesa fatale lungo la china del collettivismo, dobbiamo raggiungere i nostri obiettivi economici influenzando le condizioni del funzionamento economico, ma senza intervenire nel meccanismo propriamente detto dell'economia di mercato, caratterizzato dalla formazione dei prezzi e dalla concorrenza" (citato in Audier (2012b), p. 438). Facendo riferimento a Walras, Röpke illustra il senso dell'intervento 'conforme' con un esempio riferito alla circolazione automobilistica: "Sino a quando i [regolamenti sulla circolazione pubblica] si limitano a fissare le condizioni del traffico con l'imparzialità e la severità derivante dall'autorità dello Stato, vale a dire il controllo dei veicoli e dei conduttori, la definizione delle vie aperte alla circolazione, la sorveglianza della circolazione e le istruzioni sulle modalità della circolazione, essi esercitano una funzione assolutamente necessaria, e ogni individuo è padrone di scegliere se vuole utilizzare un veicolo e dove vuole farsi trasportare. Questi regolamenti sulla circolazione assomigliano ai nostri interventi conformi e alle condizioni poste dalle autorità menzionate da Walras. Tuttavia, cadremmo nell'intervento non conforme e nell'ambito dell'economia pianificata, se, per assurdo, l'ufficiale della circolazione si mettesse a decidere la 'posizione' di ciascun individuo nel traffico e a controllare ogni dettaglio della circolazione, come se fosse un comandante militare a capo di una colonna in marcia." (*Ibidem*)

⁷ "As [society] stops to be an organization of class utility, eliminates all privileges and monopolies, and becomes an organization of overall utility, human beings – finally freed – can succeed: because no more 'hostile competition' rushes the individual against a rival – rather, the individual is driven by a 'peaceful competition' towards highest achievements [...]; because of the 'harmony of all economic interests', the necessity to choose between self-interest and the welfare of society no longer obtains" (tradotto e citato in Goldschmidt e Wohlgemuth (2008b), p. 266). Per maggiori dettagli sull'importanza del pensiero di Oppenheimer nella visione dell'economia sociale di mercato sviluppata da Erhard, si veda Goldschmidt e Wohlgemuth (2008b).

di Oppenheimer a Francoforte, e anche un consulente economico molto ascoltato dal governo tedesco per tutti gli anni '50 del secolo scorso.⁸

Erhard ha illustrato il suo punto di vista sul miracolo economico tedesco e la sua concezione dell'economia sociale di mercato in *Wohlstand für alle (Benessere per tutti)*, un libro-manifesto di carattere divulgativo pubblicato nel 1957 e molto celebrato in Germania.⁹ Attraverso una metafora sportiva, in questo libro Erhard riprende l'idea, sviluppata da Eucken e dai suoi colleghi della scuola di Friburgo, di uno 'Stato forte' che assume le vesti di garante della concorrenza e di arbitro degli interessi privati:

[...] dal punto di vista del singolo, l'economia si compone necessariamente di interessi individuali. Si tratta soltanto di veicolare la conciliazione di questi interessi su dei binari che, in ultima analisi, siano in sintonia con il benessere di tutti. [...] a questo proposito, una volta ho fatto riferimento al ruolo dello stato come arbitro supremo. In questa sede, mi si consenta di fare uso dell'immagine, che può forse apparire un po' banale, di una partita di calcio. Qui sono dell'opinione che, analogamente all'arbitro, anche lo stato non possa partecipare al gioco. Una buona partita di calcio si riconosce per una caratteristica essenziale: la partita di calcio si svolge secondo determinate regole che sono state stabilite sin dal principio. Per restare all'esempio citato, ciò a cui punto attraverso una politica di libero mercato è la definizione dell'ordinamento del gioco e delle regole che ne disciplinano lo svolgimento.¹⁰

Come negli scritti di Müller-Armack, anche secondo Erhard l'efficiente funzionamento dell'economia di mercato, garantito attraverso la definizione di opportune 'regole del gioco', rappresenta la necessaria premessa per il raggiungimento di un compromesso sociale:

[...] [miro] alla realizzazione di una struttura economica *in grado di portare al benessere* sempre nuovi e *più vasti strati* del nostro popolo. [...] Il mezzo più efficace per raggiungere ed assicurare il benessere è la concorrenza. [...] Attraverso la concorrenza si consegue – nel migliore senso della parola – *una socializzazione del progresso e del guadagno* e per di più si tien desto lo spirito di

⁸ L'influenza ordoliberal e, più generalmente, neoliberale sul pensiero di Erhard emerge chiaramente da una sua testimonianza del 1961: "Se esiste una teoria in grado di interpretare in modo corretto i segni del tempo e di offrire un nuovo slancio simultaneamente a una economia di concorrenza e a una economia sociale, questa è la teoria proposta da coloro che vengono chiamati neoliberali o ordoliberali. Essi hanno posto con sempre maggiore intensità l'accento sugli aspetti politici e sociali della politica economica affrancandola da un approccio troppo meccanicistico e pianificatore." (citato in Goldschmidt (2006), p. 968)

⁹ Le citazioni che seguono fanno riferimento alla prima edizione tedesca (1957), e a una ristampa dell'ottava edizione tedesca (1964) del libro di Erhard, edita da *Anaconda Verlag* nel 2009. Nel primo caso, la traduzione è tratta dall'edizione italiana del 1958 pubblicata da Garzanti, mentre nel secondo caso, in mancanza di una corrispondente edizione italiana, le traduzioni sono ad opera di chi scrive.

¹⁰ Erhard (2009) [1964], pp. 164-165.

iniziativa individuale. «*Benessere per tutti*» e «*benessere mediante concorrenza*» sono concetti inscindibili; il primo postulato indica la mèta, il secondo la via che ad essa conduce. [...] La mia costante preoccupazione di indirizzare tutti gli sforzi verso una espansione senza pregiudizio per la sana base della nostra economia e della nostra moneta, si fonda [...] sulla convinzione che in questo modo mi sia possibile garantire un adeguato e degno tenore di vita a tutti coloro che, senza colpa propria, a causa dell'età, di malattie, o perché vittime di due guerre mondiali, non possono più partecipare direttamente al processo produttivo.¹¹

Tuttavia, Erhard sottolinea che i problemi relativi alla distribuzione del reddito non devono mai essere di ostacolo al processo di moltiplicazione del reddito assicurato dall'economia di libera concorrenza :

[...] [è] senza paragone più ragionevole indirizzare tutte le energie a disposizione di un'economia nazionale verso l'accrescimento del reddito della comunità anziché macerarsi in lotte per la distribuzione del reddito stesso e lasciarsi così scacciare dalla sola via feconda, quella dell'incremento del prodotto [sociale]. È molto più facile accordare a ciascuno una fetta più grossa di una torta che diventa sempre più grande, che non voler trarre profitto da una lite per la divisione d'una piccola torta, perché in questo caso il vantaggio di uno deve essere sempre pagato con lo svantaggio di un altro.¹² [...] il mio obiettivo di *aumentare lo standard di vita* non riguarda tanto i problemi della distribuzione, quanto piuttosto *i problemi della produzione, ovvero quelli della produttività*. La soluzione non sta nella divisione, bensì nella moltiplicazione del prodotto sociale.¹³

La concezione dell'economia sociale di mercato di Erhard si traduce quindi in una dura critica alla edificazione del *Welfare State*, considerato come un veicolo di deresponsabilizzazione dell'individuo e come una seria minaccia ai principi di funzionamento di una economia di mercato:

Alcuni ritengono che il benessere e la felicità delle persone dipendano da una qualche forma di *responsabilità generale di natura collettiva*, e che si debba proseguire su questa strada, in fondo alla quale, ovviamente, si staglia sempre l'onnipotenza dello stato. Forse la vita comoda e tranquilla cui si aspira per questa via non sarà troppo sfarzosa, ma, in quanto tale, essa sarà tanto più sicura. Questa forma di vita e di pensiero assume forma visibile nella edificazione del cosiddetto *Welfare State*. [...] Ma dove andremo a finire, e in che modo pensiamo di poter salvaguardare il progresso, se ci addentriamo in misura sempre maggiore in una forma di convivenza umana in cui nessuno è più disposto ad assumere la responsabilità per se stesso, e in cui ognuno vuole garantirsi la sicurezza attraverso la collettività. [...] qualora questa fuga dalla

¹¹ Erhard (1957) [1958], pp. 1-2, 3, 6.

¹² Erhard (1957) [1958], p. 4.

¹³ Erhard (2009) [1964], p. 251.

responsabilità per se stessi dovesse guadagnare ulteriore terreno, scivoleremmo in un ordine sociale in cui *ognuno mette la propria mano nella tasca degli altri*. [...] Pertanto, è nell'interesse di ogni politica sociale organica garantire contemporaneamente sia la crescita che la stabilità economica, e farsi carico della conservazione e dell'ulteriore sviluppo dei principi sui quali si fonda l'economia. [...] La politica sociale non deve provocare danni indiretti alla produttività economica e non deve opporsi ai principi fondamentali dell'ordinamento dell'economia di mercato. Pertanto, il requisito fondamentale per garantire l'esistenza a lungo termine di un ordinamento liberale dell'economia e della società consiste nell'*affiancare* a una politica economica diretta ad aiutare gli individui a ottenere la libertà personale *una politica sociale di natura altrettanto liberale*.¹⁴

2. La radicalizzazione delle posizioni all'interno dell'arcipelago neoliberale

Le idee sul *Welfare State* manifestate da Erhard negli anni '50 del secolo scorso, e da Schäuble e Sinn dopo lo scoppio della crisi nell'Eurozona, danno forma a una concezione liberale fortemente conservatrice che, tra i neoliberali della prima ora, trova in Wilhelm Röpke il suo alfiere più convinto. Nel corso degli anni, il conservatorismo di Röpke si è vieppiù accentuato. In *Al di là dell'offerta e della domanda* (1958), Röpke considera le forme di assicurazione sociale uno strumento ideologico per il livellamento dei redditi e dei patrimoni, che trovano giustificazione non tanto nel senso di solidarietà, quanto piuttosto in sentimenti di pura invidia. Per Röpke, a livello macroeconomico l'istituzione del *Welfare State*, da lui ridotto a puro e semplice Stato assistenziale, unita alla presenza dei sindacati, invece considerati come un vero e proprio corpo estraneo da sottoporre, come tutti gli altri attori dell'economia di mercato, alla disciplina della concorrenza, si traduce in una fonte di inflazione perpetua.

In una recensione al libro-manifesto del 1957 di Erhard, Luigi Einaudi, che a Röpke era legato da affinità intellettuale e amicizia,¹⁵ ha fornito il seguente giudizio sul significato da attribuire alla socialità nell'ambito dell'*economia sociale di mercato*:

Non occorre continuare negli estratti del libro dell'Erhard; [...] Gli estratti da me insieme cuciti nelle pagine precedenti chiariscono il significato sostanziale dell'aggettivo «sociale» ficcato in mezzo alle parole «politica di mercato», che sono il vero sugo della dottrina di Erhard. [...] il qualificativo «sociale» è un

¹⁴ Erhard (2009) [1964], p. 284-286.

¹⁵ Röpke ed Einaudi si sono conosciuti di persona nel 1943 durante il loro comune esilio ginevrino, ma avevano già avuto un rapporto intellettuale in occasione dei dibattiti suscitati da alcune pubblicazioni di Röpke, e in particolare dal suo libro sulla congiuntura (*Crises and Cycles*, pubblicato nel 1936), e dal primo volume della sua celebre trilogia degli anni '40 del secolo scorso (*Die Gesellschaftskrisis der Gegenwart*, pubblicato nel 1942 e tradotto in italiano nel 1946 con il titolo *La crisi sociale del nostro tempo*).

semplice riempitivo [...] [che] ha l'ufficio meramente formale di far star zitti politici e pubblicitari iscritti al reparto «agitati sociali». Il capo della politica economica della Germania sa che egli deve, nella attuazione dei principi, rassegnarsi a compromessi, e ripetutamente ed apertamente dichiara di avere in passato e di volere in avvenire tener conto delle circostanze e delle opposizioni e delle opinioni diverse di coloro il consenso dei quali è necessario per l'attuazione della sua politica.¹⁶

Secondo l'influente politologo tedesco Ralf Ptak (2002, 2004, 2009), la nozione di socialità che emerge dagli scritti di Eucken, Rüstow, Röpke, Müller-Armack ed Erhard nasconde una ideologia anti-ugualitaria e anti-democratica che, nella sostanza, coincide con le forme più fondamentaliste dell'apologia del libero mercato. Ptak critica aspramente gli autori che, come Anthony James Nicholls (2000), difendono la tesi secondo cui, anche nelle sue interpretazioni più conservatrici, l'economia sociale di mercato mira alla realizzazione di significativi obiettivi sociali. A giudizio di Ptak, non esistono differenze di fondo tra le posizioni difese dagli ordoliberali tedeschi e le tesi invece patrociniate dagli ultraliberali di scuola austriaca e da quelli americani dell'Università di Chicago. Prova ne sia una sorta di globalizzazione del neoliberalismo avvenuta in seno alla *Mont Pèlerin Society*. Inoltre, Ptak attacca le ricostruzioni che individuano nel neoliberalismo tedesco degli anni '30 del secolo scorso un centro di resistenza al nazionalsocialismo.¹⁷ La difesa dell'idea di uno 'Stato forte' e l'avversione per il sindacalismo e il partito comunista, mostrerebbero, anzi, l'esistenza di alcuni considerevoli punti di convergenza con l'ideologia nazionalsocialista.

Quest'ultima affermazione di Ptak merita un breve approfondimento, perché la questione sui legami con il nazismo di alcuni esponenti del neoliberalismo tedesco è alquanto controversa.

In primo luogo, occorre distinguere tra coloro che restarono in Germania e coloro che, dopo l'ascesa al potere di Hitler, presero la via dell'esilio perché si opposero apertamente al regime nazionalsocialista. Tra gli esiliati figurano Röpke e Rüstow. Il primo fuggì a Istanbul nel 1933, per poi trasferirsi a Ginevra nel 1937, dove insegnò presso l'*Institut Universitaire des Hautes Études Internationales* sino al 1966, l'anno della sua morte. Anche Rüstow si rifugiò a Istanbul nel 1933, ma a differenza di Röpke vi restò fino al 1949.

Tra quelli che restarono in Germania, Müller-Armack fu sedotto dal fascismo e, successivamente, dal nazismo, fino a diventare membro del partito nazionalsocialista nel 1933. Nel 1940 assunse la direzione operativa dell'*Institut für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften* (Istituto per le scienze economiche e sociali) dell'Università di Münster, assolvendo a compiti di consulenza per il regime e la *Wehrmacht*. Dopo la guerra

¹⁶ Einaudi (1958), p. 314.

¹⁷ Per esempio, si veda Horn (2010), Capitolo 1.

entrò nell'Unione cristiano-democratica di Adenauer. Erhard, invece, è stato consigliere per l'integrazione politico-economica dei territori dell'Austria, della Polonia e della Francia annessi al *Reich*. Tra il 1942 e il 1945 Erhard fondò e diresse l'*Institut für Industrieforschung* (Istituto per la ricerca industriale) con i finanziamenti ottenuti dalla *Reichsgruppe Industrie*, la potente organizzazione per la difesa degli interessi industriali istituita dai nazionalsocialisti nel 1935.

Per quanto riguarda Eucken, le sue tesi sullo 'Stato forte' hanno suscitato l'interesse di alcune élites vicine al regime nazista e, di fatto, l'ordoliberalismo non è mai stato veramente osteggiato durante il Terzo *Reich*. Per contro, Eucken ha preso apertamente le distanze dalla riorganizzazione secondo i principi nazionalsocialisti dell'Università di Friburgo, intrapresa dopo la nomina a rettore di Martin Heidegger nell'aprile del 1933. In segreto, Eucken avrebbe anche sostenuto il movimento di opposizione dei cristiano-evangelici aderenti alla *Bekennende Kirche*. Inoltre, su invito del pastore luterano Dietrich Bonhöffer, che aderiva alla resistenza tedesca, nel 1943 Eucken, assieme a Constantin von Dietze e Adolf Lampe, ha scritto un saggio contenente i principi guida per un nuovo ordine economico ispirato ai valori del Vangelo, che avrebbe dovuto reggere la Germania nel caso in cui il colpo di Stato progettato contro Hitler fosse andato a buon fine. Ma una copia del manoscritto fu ritrovata tra le carte di uno dei cospiratori coinvolti nell'attentato del 20 luglio del 1944. Dietze e Lampe furono arrestati dalla Gestapo, mentre Eucken fu sottoposto a duri interrogatori, ma non venne imprigionato, perché la Gestapo non riuscì a provare la sua partecipazione alla redazione del documento.¹⁸

Come si evince da queste brevi note, non è facile trarre una conclusione univoca sulla compromissione con il regime nazionalsocialista dei neoliberali tedeschi che non lasciarono la Germania.

Meno controversa, invece, appare la questione dei rapporti tra gli ordoliberali e i padri dell'economia sociale di mercato tedeschi da un lato, e gli ultraliberali austriaci e americani dall'altro.

Nel quarto capitolo (paragrafo 4.1.) abbiamo già visto che, secondo Milton Friedman, un compromesso tra le libertà economiche e politiche e gli ideali di giustizia sociale non è realizzabile. Poiché qualunque forma di intervento diretta a favorire l'uguaglianza materiale confligge inevitabilmente con la libertà, è necessario operare una scelta inequivocabile a favore dell'una o dell'altra aspirazione. Ancora più netta è la posizione assunta da Ludwig von Mises, che considera il modello di economia sociale di mercato come una forma di dirigismo vicina al socialismo. In *Human Action*, Mises infatti scrive:

¹⁸ Per un approfondimento sul variegato mondo della resistenza tedesca a Hitler, si veda Fest (1998).

The interventionist doctrinaires repeat again and again that they do not plan the abolition of private ownership of the means of production, of entrepreneurial activities, and of market exchange. Also the supporters of the most recent variety of interventionism, the German “soziale Marktwirtschaft”, stress that they consider the market economy to be the best possible and most desirable system of society’s economic organization, and that they are opposed to the government omnipotence of socialism. But, of course, all these advocates of a middle-of-the-road policy emphasize with the same vigor that they reject Manchesterism and laissez-faire liberalism. It is necessary, they say, that the state interfere with the market phenomena whenever and wherever the “free play of the economic forces” results in conditions that appear as “socially” undesirable. In making this assertion they take it for granted that it is the government that is called upon to determine in every single case whether or not a definite economic fact is to be considered as reprehensible from the “social” point of view and, consequently whether or not the state of the market requires a special act of government. All these champions of interventionism fail to realize that their program thus implies the establishment of full government supremacy in all economic matters and ultimately brings about a state of affairs that does not differ from what is called the German or the Hindenburg socialism.¹⁹

Ne *La via della schiavitù* Friedrich von Hayek esprime un punto di vista simile a quello di Mises. Secondo Hayek, si tratta di scegliere tra la sottomissione alle forze impersonali e apparentemente irrazionali del mercato e l’istituzione di un potere arbitrario. Hayek sottolinea che l’ideale socialista di liberare l’uomo dal bisogno economico nella realtà si è tradotto in una forma di tirannia, e che ogni compromesso tra la libertà e i diritti sociali eventualmente attribuiti agli individui conduce all’anticamera di un nuovo dispotismo:

Per i grandi apostoli della libertà politica, la parola «libertà» aveva significato libertà dalla coercizione, libertà dal potere arbitrario di altri uomini, liberazione dalle catene che non lasciavano all’individuo nessun’altra scelta che l’obbedienza agli ordini di un superiore del quale egli era servo. La nuova libertà promessa [dal socialismo], invece, doveva essere libertà dalla necessità, liberazione dalla costrizione delle circostanze che inevitabilmente limitano l’ambito delle scelte di tutti noi [...]. Prima che l’uomo potesse essere davvero libero, doveva essere spezzato il «dispotismo del bisogno fisico», bisognava allentare la presa dei «freni del sistema economico». [...] Non c’è dubbio che la promessa di una più grande libertà si è trasformata in una delle armi più incisive della propaganda socialista, e non v’è dubbio che la fede che il socialismo porti alla libertà è autentica e sincera. Ma tutto questo non farebbe che accrescere la tragedia, se si provasse che quella che fu promessa come la via della libertà era in realtà la via maestra della schiavitù. [...] È la sovranità della legge, nel senso del dominio della legge formale, inteso quale assenza di privilegi fissati per legge a favore di certe persone designate dall’autorità, cioè

¹⁹ Mises (1949) [1996a], p. 723.

che salvaguarda quella eguaglianza di fronte alla legge che è l'opposto di un governo arbitrario. [...] l'eguaglianza formale davanti alla legge è in conflitto, e di fatto è incompatibile, con qualsiasi attività governativa mirante deliberatamente all'eguaglianza materiale o sostanziale di differenti persone; [...] ogni politica che miri direttamente ad un ideale sostanziale di giustizia distributiva deve portare alla distruzione della sovranità della legge. [...] Non può venir negato che la sovranità della legge produce ineguaglianza economica: tutto ciò che si può dire a suo favore è che siffatta ineguaglianza non è progettata per colpire persone determinate in una maniera specificata.²⁰

Contrariamente alla tesi difesa da Ptak, è difficile negare che l'assoluta fiducia nei meccanismi di funzionamento dei mercati, condivisa dai neoliberali tedeschi e dagli ultraliberali austriaci e americani, non si accompagni a significativi contrasti sul piano della filosofia e della politica sociale. Esiste infatti una sostanziale differenza tra coloro che affermano la possibilità della realizzazione di obiettivi di giustizia e di sicurezza sociale subordinatamente alla rigorosa salvaguardia dell'efficiente funzionamento dei mercati, e coloro che invece sostengono l'impossibilità di rimediare alla tensione tra l'uguaglianza formale dinnanzi alla legge e l'uguaglianza sostanziale attraverso una qualche forma di compromesso sociale, neppure se distinta dalla 'moderna follia dello Stato assistenziale'²¹, pena l'irrimediabile distorsione degli equilibri di mercato e la conseguente distruzione dell'ordine liberale.

Come abbiamo visto nel quarto capitolo (paragrafo 4.2.), sin dalla sua costituzione durante il *Colloque Walter Lippmann* nel 1938, l'arcipelago neoliberale è stato attraversato da una linea di frattura emersa dalla contrapposizione tra questi due punti di vista. Serge Audier (2012b, pp. 191-398) sottolinea come questa linea di frattura non si sia mai ricomposta, e si sia anzi allargata negli anni successivi alla nascita della *Mont Pèlerin Society* nel 1947.²²

La *Mont Pèlerin Society* prende il suo nome da un monte situato sui bordi del lago di Ginevra nelle vicinanze della cittadina di Vevey. Tra i trentanove partecipanti al primo incontro, avvenuto ai primi di aprile del 1947, ritroviamo alcune vecchie conoscenze del *Colloque Walter Lippmann*, tra le quali Mises, Hayek e Röpke, ma anche nuovi protagonisti come Eucken, Milton Friedman, George Stigler e Lionel Robbins. La *Mont Pèlerin Society* è nata dall'idea, sviluppata da Hayek all'inizio degli anni '40 del secolo scorso, di creare una sorta di accademia mondiale del pensiero liberale, ma essa non avrebbe mai visto la luce senza il fondamentale contributo di

²⁰ Hayek (1944) [2011], p. 71-72, 126.

²¹ È questa l'espressione usata da Erhard per dare il titolo al dodicesimo capitolo dell'ottava edizione (1964) di *Benessere per tutti. Versorgungsstaat – der moderne Wahn (Stato assistenziale – la follia moderna)*.

²² Sulla nascita e la vita della *Mont Pèlerin Society* si vedano Hartwell (1995), Mirowski e Plehwe (a cura di) (2009) e Audier (2012b).

Röpke, molto più conosciuto di Hayek in Svizzera, e di Albert Hunold, l'uomo d'affari svizzero che ha svolto un ruolo chiave nel reperimento dei finanziamenti necessari per la fondazione della associazione.

Secondo una rappresentazione canonica,²³ sin dal suo atto di nascita la *Mont Pèlerin Society* sarebbe stata un luogo consensuale per promuovere il libero mercato nella sua versione più fondamentalista. In realtà, come ai tempi del *Colloque Walter Lippman*, il primo quindicennio di vita della *Mont Pèlerin Society* è stato caratterizzato dalla contrapposizione tra un polo più radicale che annoverava tra le sue fila Mises, Hayek e i nuovi protagonisti statunitensi, e un polo che, in termini relativi, si può definire più 'moderato' o 'riformista' che faceva invece capo, tra gli altri, a Hunold, Röpke, Rüstow, Eucken ed Erhard, al quale si sentivano vicini anche alcuni partecipanti italiani come Luigi Einaudi, Costantino Bresciani-Turroni e Carlo Antoni.²⁴ Inoltre, a smentire la tesi dell'esistenza di una sostanziale continuità tra l'esperienza del *Colloque Walter Lippmann* e quella della *Mont Pèlerin Society*²⁵ i contenuti dei due documenti programmatici redatti durante il primo incontro della *Mont Pèlerin Society* (una prima bozza in dieci punti intitolata *Draft Statement of Aims*, e la versione finale, molto più stringata, invece denominata *Statement of Aims of the Mont Pèlerin Society*)²⁶ testimoniano un certo allontanamento dal liberalismo conservatore con venature sociali auspicato dall'*Agenda del liberalismo* redatta a conclusione del *Colloque Walter Lippmann*. Infatti, lo *Statement of Aims* della *Mont Pèlerin Society* si basa molto più sulla sottolineatura dell'importanza della *rule of law*, sull'idea, cioè, che l'azione del governo debba essere delimitata da regole fisse predeterminate sul piano legislativo, sulla denuncia dei pericoli dello statalismo e sull'esaltazione delle virtù del libero mercato, che non sulla necessità di correggere le storture del liberalismo classico, anche attraverso dei correttivi di natura sociale. In definitiva, tra il 1938 e il 1947 i rapporti di forza all'interno della galassia neoliberale si erano spostati a vantaggio di Mises e di Hayek, mentre l'idea di incamminarsi lungo la 'terza via' indicata da Röpke e da Rüstow stava perdendo terreno.

Cionondimeno, sino alla metà degli anni '50 del secolo scorso la *Mont Pèlerin Society* continuò a caratterizzarsi per la presenza di una pluralità di punti di vista, ivi comprese una serie di posizioni intermedie tra quelle espresse dal polo radicale e dal polo 'riformista'. La stessa rappresentanza dell'Università di Chicago era alquanto eterogenea. All'inizio, la figura dominante era ancora quella di Frank Knight, mentre Milton Friedman cominciò a svolgere un ruolo cruciale, sia sul piano istituzionale

²³ Si veda Pasche e Peters (1997).

²⁴ Anche se Erhard ed Einaudi erano membri a tutti gli effetti della *Mont Pèlerin Society*, la loro prestigiosa presenza era, in effetti, più simbolica che reale.

²⁵ Questa tesi è difesa, per esempio, in Cockett (1995), Dixon (1998), Walpen (2004), Denord e Schwartz (2009) e Dardot e Laval (2010).

²⁶ Per i testi integrali di questi due documenti si veda Plehwe (2009), pp. 22-25.

che su quello dottrinale, solo tra la fine degli anni '50 e l'inizio degli anni '60 del secolo scorso. A quell'epoca, infatti, Friedman prese a difendere tesi sempre più favorevoli al libero mercato, allontanandosi dalla critica ai monopoli e dalle concessioni interventiste elaborate negli anni '30 da Henry Simons a Chicago. Inoltre, egli diede forma compiuta al programma di ricerca da cui sarebbe nato il monetarismo con la pubblicazione, nel 1963, di una monumentale storia monetaria degli Stati Uniti (*A Monetary History of the United States*) scritta assieme ad Anna Jacobson Schwartz.

La radicalizzazione delle posizioni in seno alla *Mont Pèlerin Society* avvenne in concomitanza alla crescente influenza esercitata da alcune istituzioni di derivazione padronale statunitensi, tra le quali spiccavano il *Volker Fund* e la *Foundation for Economic Education*, nate per promuovere la libera impresa e una forma di liberalismo completamente antitetica all'interventismo del *New Deal* roosveltiano, marcata anche da un feroce antisindacalismo. Non certo motivate dal gusto disinteressato per una libera discussione accademica sulla filosofia della libertà, queste istituzioni offrirono un fondamentale sostegno finanziario per la partecipazione della sempre più numerosa delegazione statunitense agli incontri promossi dalla *Mont Pèlerin Society*. Il *Volker Fund* fornì anche le risorse per finanziare la nascita di tre libri che avrebbero segnato profondamente l'ascesa del liberalismo estremo: *The Constitution of Liberty* di Hayek (1960),²⁷ *Capitalism and Freedom* di Friedman (1962) e *Freedom and the Law* di Bruno Leoni (1961).

Parallelamente alla crescente influenza del *Volker Fund* e della *Foundation for Economic Education*, la vita della *Mont Pèlerin Society* è stata condizionata anche dalla comparsa di un ultraliberalismo di marca britannica, segnata dalla costituzione dell'*Institute of Economic Affairs* su iniziativa di alcuni dissidenti del partito conservatore e del partito liberale. Sostenitore di un liberalismo aggressivo e radicale, atipico nella Gran Bretagna del secondo dopoguerra, l'*Institute of Economic Affairs* si ispirava alla *Via della schiavitù* di Hayek e, successivamente, alle teorie economiche di Friedman. Attraverso le sue attività, gettò i semi del thatcherismo in Gran Bretagna. Inoltre, molti suoi membri entrarono a fare parte della *Mont Pèlerin Society*, contribuendo all'inasprimento delle tensioni manifestatesi tra il polo radicale e quello 'riformista' durante i meeting annuali tenuti a Oxford nel 1959, a Kassel nel 1960 e a Torino nel 1961, gli ultimi due sotto il patrocinio, rispettivamente, di Erhard e di Einaudi.

Lo scontro, cui non furono estranee antipatie e insofferenze personali, si concluse nel 1962 con il 'grande scisma' sancito dalla uscita dalla *Mont Pèlerin Society*

²⁷ Verso la fine degli anni '70, durante una riunione del partito conservatore britannico, Margaret Thatcher interruppe un oratore che perorava la tesi secondo cui il partito avrebbe dovuto seguire una linea politica pragmatica orientata al compromesso, sbattendo sul tavolo una copia di *The Constitution of Liberty* di Hayek ed esclamando: "Questo è ciò in cui crediamo!".

prima di Röpke, nel mese di gennaio, e poi di Hunold e di altri venti membri, tra i quali anche Rüstow, poco prima che, nel mese di settembre, si tenesse il meeting di Knokke in Belgio.

Con la fuoriuscita di quelli che Mises definiva in modo sprezzante ‘ordo-interventisti’ la *Mont Pèlerin Society* chiuse con le tendenze liberalconservatrici e le aperture alle questioni di giustizia sociale dei neoliberali della prima ora, per diventare, verso l’inizio degli anni ’70 del secolo scorso, la portabandiera di un liberalismo duro e puro. Il nuovo contesto economico internazionale caratterizzato dalla fine del regime monetario a cambi fissi definito a Bretton Woods nel 1944, dal primo shock petrolifero e dalla stagflazione sembrava dare ragione a coloro che non avevano mai cessato di spiegare che l’interventismo dello Stato non poteva che condurre alla distorsione dei meccanismi di funzionamento del mercato e all’inflazione. L’attribuzione del premio Nobel per l’economia a Hayek nel 1974 e a Friedman nel 1976, sancì la fuoriuscita dall’anonimato della *Mont Pèlerin Society*, offrendole una visibilità e una influenza insospettabili sino a qualche anno prima.²⁸

Tuttavia, in modo del tutto paradossale, il termine ‘neoliberalismo’, nato grazie agli intenti riformatori dei partecipanti liberalconservatori tedeschi al *Colloque Walter Lippman*, cominciò a riapparire all’inizio degli anni ’80 del secolo scorso per identificare le idee elaborate all’Università di Chicago e alla *Mont Pèlerin Society*. Audier (2012b, pp. 374-379) osserva che un ruolo probabilmente determinante in questo completo ribaltamento di significati è stato svolto dagli economisti dell’Università di Chicago, i cosiddetti *Chicago Boys*, che, durante gli anni della dittatura di Pinochet, hanno sovrinteso all’esperimento di politica economica ultraliberale seguito al tentativo abortito di convertire l’economia cilena al neo-corporativismo cattolico di tipo franchista.²⁹ È in quegli anni, infatti, che il termine ‘neoliberalismo’ cominciò a essere associato a forme di antistatalismo e di individualismo esasperate.

Le polemiche per il coinvolgimento di Friedman e di Hayek con il regime di Pinochet sono note. È qui appena il caso di sottolineare che l’avversione dell’uno e dell’altro per l’indebita ingerenza del *Welfare State* nella sfera dei diritti di libertà individuali garantiti per legge, non è mai stata accompagnata da una eguale avversione per le limitazioni della “libertà dal potere arbitrario di altri uomini” sofferte dai cittadini cileni durante gli anni della dittatura di Pinochet. Sia Friedman (1975) che Hayek (1977) si sono recati personalmente in Cile per prodigare i loro

²⁸ A questo proposito, Audier (2012b, pp. 381-382) ricorda che, oltre a Hayek e a Friedman, sarebbero stati insigniti con il Nobel per l’economia altri cinque membri della *Mont Pèlerin Society* (Stigler nel 1982, Buchanan nel 1986, Allais nel 1988, Coase nel 1991 e Becker nel 1992). Inoltre, durante la campagna elettorale americana del 1980, ben 22 dei 76 consiglieri economici di Reagan erano iscritti alla *Mont Pèlerin Society*.

²⁹ Per maggiori dettagli sull’attività dei *Chicago Boys* in Cile, si veda Valdès (1995).

consigli al regime, e Hayek fu ancora più esplicito di Friedman nell'offrire il proprio sostegno non solo sul piano economico, ma anche su quello politico. Durante due interviste concesse alla rivista *La Tercera*, il principale organo della controrivoluzione ultraliberale cilena, Hayek ebbe infatti modo di dichiarare:

Parlo della libertà dell'individuo. È un abuso di parole, se si crede di poter utilizzare la parola libertà con riferimento alla libertà di una maggioranza in seno a una assemblea rappresentativa. [...] Certo, esistono dei pericoli maggiori nelle dittature. Ma una dittatura può autolimitarsi e, nella condotta delle proprie politiche, una dittatura che si autolimita può essere più liberale di una assemblea democratica dotata di poteri illimitati. [...] In Inghilterra, Cromwell svolse un ruolo di transizione tra il potere assoluto del sovrano e il potere limitato delle monarchie costituzionali. In Portogallo, anche il dittatore Oliveira Salazar ha iniziato sulla giusta strada, ma ha fallito. Ha provato, ma non è riuscito [...]. Inoltre, dopo la guerra, inizialmente Konrad Adenauer e Ludwig Erhard disposero di poteri quasi dittatoriali, utilizzandoli per istituire un governo liberale nel più breve lasso di tempo possibile. La situazione richiedeva la presenza di due uomini molto forti per adempiere a questo compito. E i due sono riusciti con grande successo a portare a compimento questa tappa verso l'istituzione di un governo democratico.³⁰

³⁰ Citato in Audier (2012b), p. 378. Per un approfondimento sui poteri 'quasi dittatoriali' di Adenauer ed Erhard negli anni successivi alla conclusione della seconda guerra mondiale, si confronti Somma (2014), pp. 114-119.

PARTE TERZA

**Da Wicksell al 'consenso' macroeconomico contemporaneo:
la nuova età dell'oro del paradigma 'classico' pre-keynesiano**

CAPITOLO 7

La banca nel modello macroeconomico pre-keynesiano: il contributo di Knut Wicksell

1. La banca come produttrice di potere d'acquisto

Nel modello (macro)economico neoclassico analizzato nel secondo capitolo, la coincidenza tra l'equilibrio sul mercato dei capitali e l'equilibrio sul mercato del credito, la rigida separazione tra il mercato del credito e il mercato della moneta e la validità della teoria quantitativa della moneta si basano sulla implicita assunzione che esista una netta distinzione tra il processo di creazione della moneta e il processo di creazione del credito. In altre parole, sino ad ora abbiamo implicitamente assunto che l'offerta di moneta sia strettamente esogena perché coincidente con la disponibilità di metalli preziosi (oro e/o argento) o con la moneta legale creata da una autorità pubblica, la Banca centrale, che stampa banconote in regime di monopolio.

Come osserva Riccardo Realfonzo, nell'ambito di un quadro di analisi di questo tipo, il sistema bancario agisce da puro intermediario tra domanda e offerta di fondi prestabili:

Nella teoria neoclassica, [...] la banca opera in un mercato del credito imperfetto facilitando il contatto tra fondi mutuabili e domanda di crediti; [...] La banca è, in sostanza, una istituzione che assolve un compito puramente tecnico di lubrificazione del funzionamento del sistema creditizio. Infatti – come la moneta funge da strumento di semplificazione del baratto – il sistema bancario consente di superare a ogni risparmiatore e a ogni mutuatario la difficoltà di trovare rispettivamente domanda e offerta di crediti; in altri termini, esso permette la *riduzione dei costi di transazione* che si avrebbero in assenza del sistema di intermediazione bancaria [...]. Nella [...] teoria neoclassica [la] banca [...] è un intermediario finanziario puro. [...] [essa] raccoglie i risparmi in forma di depositi bancari ed effettua impieghi per finanziare gli investimenti. Con ciò, gli studiosi neoclassici propongono una doppia relazione di uguaglianza: *i risparmi finanziari sono uguali ai depositi bancari mentre gli impieghi sono uguali agli investimenti*. Se la condizione di equilibrio macroeconomico impone l'uguaglianza tra risparmi e investimenti, ciò equivale ad affermare che *in equilibrio i depositi bancari devono uguagliare gli impieghi*. Dal momento che le banche possono effettuare impieghi nel limite dei depositi raccolti, ciò significa che il volume degli investimenti è necessariamente limitato dalle decisioni di risparmio delle famiglie.¹

¹ Realfonzo (1996), p. 36.

Tuttavia, Nicholas Kaldor sottolinea che, in realtà, la natura dell'attività bancaria si è evoluta nel tempo in risposta alla necessità di finanziare gli atti di spesa legati alla rapida espansione delle economie capitaliste.

Kaldor ricorda che “occasionalmente l'offerta della merce moneta [precedeva] l'incremento dell'offerta delle altre merci, come accadde nel caso dell'oro e dell'argento scoperti nelle nuove colonie spagnole nel XVI secolo; si può dire che in tali occasioni la moneta abbia esercitato un'influenza autonoma sulla domanda di beni e servizi” perché “i primi che entrarono in possesso delle nuove quantità di oro e argento si arricchirono e crearono perciò una domanda addizionale di beni e servizi”². Ma l'assorbimento di improvvisi e inattesi aumenti dell'offerta di moneta-merce richiedeva una caduta del suo valore rispetto alle altre merci “sino a che tutta la nuova moneta non [aveva] trovato una ‘dimora’”³. “L'oro [...] non può essere fatto scomparire per il semplice fatto che qualcuno ritiene di averne troppo. Può essere trasferito da una persona a un'altra; ma se alcuni ne avranno di meno altri ne avranno di più”⁴. Quindi, “se la proporzione del reddito o della spesa che la gente desidera tenere sotto forma di saldi monetari (la famosa k nell'equazione quantitativa di Cambridge) è data rigidamente, e il reddito reale (o la produzione) è anch'esso dato, il solo modo in cui la ‘nuova moneta’ può essere assorbita sta nella diminuzione del suo valore in termini delle altre merci: e questo, per definizione, equivale all'aumento di valore delle altre merci in termini di moneta”⁵, ossia all'aumento del livello generale dei prezzi.

Generalmente, l'aumento dell'offerta di moneta-merce procedeva però a un ritmo inferiore rispetto all'aumento dell'offerta delle altre merci. “Ne risultavano degli ostacoli per l'espansione economica, ostacoli che sul piano storico furono gradualmente superati dalla successiva introduzione di sostituti della moneta”⁶. Kaldor associa questo processo allo sviluppo dell'attività bancaria di cui ripercorre le tappe principali nel modo seguente:

In origine gli orefici [...] cominciarono ad accettare l'oro in custodia, rilasciando certificati di deposito ai proprietari. Questi ultimi trovarono conveniente effettuare i pagamenti per mezzo di questi certificati, risparmiandosi il tempo e il fastidio di togliere le monete d'oro dal forziere soltanto per farvele ridepositare dal beneficiario del pagamento [...]. Il passo successivo dell'evoluzione verso un sistema di moneta creditizia si ebbe quando gli orefici trovarono conveniente prestare moneta, oltre ad accettarla in deposito per custodirla. Nel caso di prestiti gli orefici dovevano rilasciare dei propri documenti promissori di pagamento in contanti al portatore (distinto

² Kaldor, N. (1985a) [1986a], p. 225.

³ Kaldor, N. (1982a) [1984], p. 134.

⁴ *Ibidem*, p. 65.

⁵ *Ibidem*, p. 135.

⁶ Kaldor, N. (1985a) [1986a], p. 225.

dal depositante menzionato) alla presentazione del documento; con quest'ultimo sviluppo gli orefici divennero banchieri, e cioè intermediari finanziari fra chi prestava e chi prendeva a prestito. [...] Poiché i certificati di credito rilasciati da certe banche erano ritenuti più accettabili di quelli rilasciati da altre, il che dava periodicamente luogo a crisi e incertezze nella sfera dei pagamenti, prima o poi divenne ovunque necessario concentrare il diritto di emettere quei certificati (banconote) nelle mani di un'unica istituzione [la Banca centrale], delimitando quel diritto mediante l'imposizione di qualche tipo di riserva obbligatoria, ecc. Nel corso di questo secolo tali banconote sono divenute la *forma fondamentale* della moneta, dato che la convertibilità in oro fu abbandonata nella maggior parte dei paesi per effetto della prima guerra mondiale o della crisi economica del 1929. Tuttavia, proprio come le monete auree furono rimpiazzate dalle banconote, queste ultime furono rimpiazzate dai conti correnti presso le *clearing banks* londinesi (i quali si rivelarono uno strumento di detenzione della moneta più sicuro e più comodo del possesso di banconote) e dal trasferimento della moneta tra persone per mezzo degli assegni. [...] la concessione del credito bancario determinò la creazione di moneta sotto forma di conti correnti, che giunsero a superare di molte volte l'ammontare delle banconote detenute nei sotterranei delle banche [...]. Questa "moneta creditizia" assume la forma di conti correnti infruttiferi o di depositi fruttiferi che non sono direttamente utilizzabili come mezzi di pagamento ma che sarebbe difficile escludere dal conto della quantità di "moneta" in circolazione (non fosse altro per la facilità con cui i depositi di un tipo possono essere convertiti in depositi dell'altro tipo).⁷

L'analisi di Kaldor mostra che, nelle economie contemporanee, le banche non si limitano a intermediare i risparmi del pubblico, e che il processo di creazione della moneta si intreccia con il processo di creazione del credito. Ma all'inizio del ventesimo secolo questa circostanza veniva negata dalla quasi totalità degli economisti. In un memorabile passaggio della sua *Storia dell'analisi economica*, Joseph Schumpeter descrive la vera natura dell'attività bancaria nelle moderne economie di mercato attaccando la teoria della 'banca come guardaroba' formulata da Edwin Cannan nel 1921:

[...] ci si consenta di riformulare come un economista tipico, scrivendo intorno al 1900, avrebbe spiegato l'argomento del credito [...]. Egli avrebbe detto qualcosa di questo genere. In principio (logico) c'è la moneta [...]. Per amore di brevità, pensiamo alla moneta d'oro soltanto. Ora i detentori di questa moneta, nella misura in cui non la tesoreggiano né la spendono nel consumo, la "investono" o, come possiamo anche dire, "prestano" i loro "risparmi" oppure "offrono capitale" o a se stessi o a qualcun altro. E ciò è il fatto fondamentale del credito. Essenzialmente, perciò, il credito è assolutamente indipendente dall'esistenza o non esistenza delle banche e si può comprendere senza alcun riferimento ad esse. Se, come ulteriore passo nell'analisi, noi introduciamo le

⁷ *Ibidem*, pp. 225-227. Per una illustrazione più approfondita del processo evolutivo dell'attività bancaria si vedano Hicks (1967a) e Chick (1986).

banche nel quadro, la natura del fenomeno rimane immutata. Il pubblico è ancora il vero mutuante. E i banchieri non sono che i suoi agenti intermediari, che fanno il prestito effettivo per conto del pubblico e la cui esistenza è una mera questione di divisione del lavoro. [...] Malgrado certe differenze tecniche, il credito fornito dai depositi bancari [...] può essere perciò interpretato sul modello di una operazione di credito tra due individui privati. Come i depositanti rimangono mutuant, così i banchieri rimangono intermediari che raccolgono “capitale liquido” da innumerevoli piccole polle allo scopo di renderlo disponibile al commercio. Essi nulla aggiungono alla esistente massa di mezzi liquidi, sebbene la facciano lavorare di più. Come il professor Cannan si esprimeva in un articolo di “Economica” (*The Meaning of Bank Deposits*) apparso non più tardi del gennaio 1921: “se gli addetti al guardaroba facessero in modo di dare in prestito esattamente i tre quarti delle borse loro affidate [...] noi non accuseremmo certamente gli addetti al guardaroba di aver ‘creato’ il numero di borse indicato dalla eccedenza delle borse in deposito su quelle presenti nel guardaroba”. Tali erano le opinioni di novantanove economisti su cento. Ma se i proprietari di quelle borse desiderano usarle, devono recuperarle da coloro che le hanno prese in prestito, e questi devono farne a meno. Questo non avviene con i nostri depositanti e con le loro monete d’oro. Essi non prestano alcunché nel senso di rinunciare al loro denaro. Essi continuano a spendere, pagando con assegni anziché con moneta metallica. E mentre continuano a spendere esattamente come se avessero mantenuto le loro monete metalliche, i debitori spendono analogamente “la stessa moneta nello stesso tempo”. Evidentemente questo fenomeno è peculiare alla moneta e non trova alcun riscontro nel mondo delle merci. Nessun titolo rappresentativo di pecore aumenta il numero delle pecore. Ma un deposito, pur essendo giuridicamente soltanto un titolo rappresentativo di moneta legale, serve entro limiti molto ampi agli stessi scopi a cui questa stessa moneta servirebbe. Le banche, naturalmente, non “creano” moneta legale e ancora meno “creano” macchine. Esse fanno, tuttavia, qualcosa – più facile forse a vedersi nel caso dell’emissione di banconote – che, nei suoi effetti economici, si avvicina abbastanza da presso alla creazione di moneta legale e che può portare alla creazione di “capitale reale” che non si sarebbe potuto creare senza questa pratica. Ma ciò altera profondamente la situazione analitica e rende altamente sconsigliabile interpretare il credito bancario sul modello dei fondi esistenti che vengono ritirati dagli impieghi precedenti con un atto di risparmio completamente immaginario e quindi dati in prestito dai loro possessori. E’ molto più realistico dire che le banche “creano credito”, vale a dire creano depositi con il loro atto di dare in prestito, anziché dire che esse danno in prestito i depositi loro affidati.⁸ [...] Il banchiere, dunque, fondamentalmente non è tanto un intermediario della merce “potere d’acquisto”, ma un “produttore” di questa merce.⁹

Non tutti gli studiosi neoclassici escludono però la possibilità che, entro certi limiti, le banche potessero ‘creare credito’ e, attraverso la moltiplicazione dei depositi in conto corrente che ne derivava, aumentare la quantità di moneta in

⁸ Schumpeter, J.A. (1954) [1990], pp. 1365-1366.

⁹ Schumpeter, J.A. (1912) [1977], p. 83.

circolazione. Riccardo Realfonzo ricorda che la teoria del moltiplicatore dei depositi bancari era stata sviluppata intuitivamente già nel diciottesimo secolo da Law, Berkley e Hamilton, per poi essere ripresa da Torrens, Joplin e Pennington nella prima parte dell'800. Tra gli studiosi neoclassici, invece, importanti analisi precorritrici si devono a Giffen, Sidgwick e a Edgeworth. La logica del processo di espansione dei depositi bancari fu poi chiarita definitivamente nel corso degli anni '20 del secolo scorso da Phillips e da Crick.¹⁰ In *The Genesis of Bank Deposits* pubblicato su *Economica* nel 1927, Crick descrive l'esistenza di un doppio moltiplicatore. Da un lato, la Banca centrale emette moneta legale per un multiplo delle sue riserve auree, mentre, dall'altro lato, le banche commerciali concedono crediti secondo un determinato fattore moltiplicativo delle loro riserve in moneta legale. Il meccanismo di funzionamento di questo doppio moltiplicatore è stato descritto nel modo seguente da Luigi Einaudi:

[...] le banche non possono aprir crediti [...], se non osservano talune regole prudenziali insegnate dall'esperienza. Per ogni 100 lire di depositi, occorre che vi siano solo 100-y lire di aperture di credito, y essendo la riserva in contanti (biglietti) o in depositi a vista presso gli istituti di emissione che le banche prudenzialmente devono serbare per essere sempre pronte a far fronte alle domande di rimborso dei depositi; [...] i depositi e quindi le aperture di credito sono una funzione, un multiplo delle riserve possedute dalle banche ordinarie di credito. Se l'esperienza, a cagion d'esempio, consigliò una riserva del 10%, le banche ordinarie possono, tra brevi e lunghe, consentire aperture di credito fino a un multiplo di nove volte le riserve possedute. [...] A sua volta, la riserva delle banche ordinarie, consistendo in biglietti emessi dagli istituti centrali di emissione o in depositi a vista presso i medesimi istituti, non è una quantità arbitraria. Essa è una frazione della massa totale di biglietti emessi in un paese, il resto trovandosi sparpagliato in numerosissime piccole o grosse riserve di biglietti, in ogni dato momento esistenti nelle tasche o nei cassetti di privati cittadini o di enti diversi. La massa totale dei biglietti circolanti in un paese è, dal canto suo, un multiplo della riserva-oro posseduta dall'istituto centrale di emissione. Se l'esperienza o le leggi, le quali dovrebbero essere esperienza cristallizzata, consigliano agli istituti centrali di emissione di tenere una riserva uguale al 40% dei biglietti, l'ammontare totale dei biglietti non può essere maggiore di due volte e mezza l'ammontare della riserva. Anzi, poiché l'esperienza insegna regole elastiche invece che rigide, giova in tempi pericolosi crescere la proporzione della riserva ai biglietti. In tempi normali, se la riserva-oro è di 10 miliardi, i biglietti circolanti possono spingersi a due volte e mezza, ossia a 25 miliardi. In tempi di crisi, quando per far fronte a richieste di pagamenti all'estero, la riserva-oro si è ridotta a 8 miliardi e si è in ansia per ulteriori riduzioni, l'istituto centrale riduce prudentemente il multiplo a due e la massa dei biglietti emessi a 16 miliardi.¹¹

¹⁰ Realfonzo (1996), pp. 137, 153.

¹¹ Einaudi (1933) [2012], pp. 208-209.

Realfonzo (1996, pp. 153-155) sottolinea come Crick considerasse il moltiplicatore delle riserve di moneta legale sostanzialmente ‘rigido’, perché le banche commerciali tendono a concedere crediti nella massima quantità possibile per massimizzare i loro profitti. Viceversa, come conferma la descrizione fornita da Einaudi, per Crick il rapporto di riserva tra moneta legale e oro fissato dalla Banca centrale è ‘flessibile’, in quanto espressione del carattere espansivo o restrittivo delle decisioni di politica monetaria. Per effetto del funzionamento del doppio meccanismo di moltiplicazione illustrato da Crick, le banche commerciali quindi fungono da semplici agenti passivi della volontà politica delle autorità monetarie.

L’analisi del moltiplicatore dei depositi di Crick conduce alla riaffermazione della natura esogena dell’offerta di moneta, perché, attraverso il meccanismo del moltiplicatore, quest’ultima è funzione diretta della quantità di moneta metallica concentrata presso la Banca centrale. Inoltre, anche se è vero che i margini di flessibilità per le decisioni di politica monetaria aumentano nei casi in cui venga abolita la convertibilità della moneta legale in oro, perché le decisioni di politica monetaria della Banca centrale non sono più vincolate dalla disponibilità di moneta metallica e, quindi, dagli afflussi e dai deflussi di oro, le autorità monetarie mantengono comunque il controllo sulla quantità complessiva di moneta attraverso il controllo della quantità di base monetaria (la moneta legale emessa in condizioni di monopolio) o, a parità di quantità di base monetaria, attraverso la variazione del coefficiente di riserva obbligatoria imposto alle banche commerciali. Poiché “il rapporto con cui la ‘base monetaria’ deve trovarsi con tutte le altre forme di moneta è stabilito da regole sancite dalla legge o da convenzioni [...] l’‘autorità monetaria’ determina in ultima analisi l’offerta di moneta [...] che include i depositi bancari, oltre ai biglietti e alle monete tenute dal pubblico.”¹²

Per illustrare questa conclusione, a scopi di semplificazione assumiamo che:

- il pubblico non trattenga banconote;
- la moneta legale creata dalle autorità monetarie venga destinata al soddisfacimento dei soli requisiti di riserva obbligatoria. Le banche, cioè, non costituiscono riserve autonome di liquidità;
- non si possano formare giacenze inutilizzate di moneta legale presso le banche, perché esistono sempre domande di prestiti.

Ricordando, inoltre, che la singola banca non è in grado di moltiplicare i depositi, perché ogni sua concessione di credito implica un rischio di perdita di riserve a favore di tutte le altre banche,¹³ per il sistema bancario nel suo insieme vale la relazione

¹² Kaldor (1985a) [1986a], p. 227 e (1970) [1986a], p. 157.

¹³ Questa considerazione non vale, se le singole banche espandono i crediti di conserva. A questo proposito, Realfonzo (1996, p. 190) osserva che, nel caso di un “incremento generalizzato della

$$BM = ROB = \beta D,$$

ovvero

$$D = \frac{1}{\beta} BM,$$

ove $1/\beta$ rappresenta il *moltiplicatore dei depositi*. Data la quantità di depositi generata partendo dalla quantità di base monetaria disponibile (BM), è possibile calcolare l'ammontare di crediti concessi dal sistema bancario. Infatti, poiché i crediti concessi sono pari alla differenza tra i depositi e le riserve obbligatorie (ROB), possiamo scrivere:

$$C = D - ROB = \frac{1}{\beta} BM - \beta BM = \frac{1 - \beta}{\beta} BM,$$

ove $(1 - \beta)/\beta$ è il *moltiplicatore del credito bancario*.¹⁴

La Banca centrale può decidere di aumentare o di diminuire la quantità di moneta complessiva attraverso una variazione della quantità di moneta legale (delle riserve) messe a disposizione del sistema bancario. In questo caso, la catena causale va dalla variazione della base monetaria e, quindi, delle riserve bancarie (a seguito, per esempio, di una operazione di acquisto o di vendita di titoli sul mercato aperto), alla erogazione di prestiti e alla conseguente variazione dei depositi bancari:

$$\Delta BM \rightarrow \Delta C \rightarrow \Delta D = \frac{1}{\beta} \Delta BM,$$

con

$$\Delta C = \frac{1 - \beta}{\beta} \Delta BM.$$

Come si evince dalle relazioni di cui sopra, a parità di iniezione iniziale di moneta legale, le autorità monetarie possono incidere sulla quantità dei crediti concessi dal sistema bancario e, quindi, sulla quantità di moneta di origine creditizia (i depositi) anche attraverso la determinazione del livello del coefficiente di riserva obbligatoria (β).

Alla fine dell'800, la tesi che, in definitiva, l'offerta di moneta dovesse considerarsi esogena anche in un sistema in cui le banche contribuivano alla

domanda di crediti, l'espansione degli impieghi concerne il sistema nel suo complesso e ogni singolo banchiere può «azzardarsi» a «moltiplicare i depositi». Le banche, infatti, espandono i crediti procedendo di conserva; ciò significa che, con le compensazioni, i rapporti di debito/credito interbancari risulteranno annullati senza che nessuna banca perda riserve.»

¹⁴ Per una più corretta derivazione del moltiplicatore dei depositi e del moltiplicatore del credito occorre tenere conto del fatto che, nella realtà, le banche possono utilizzare una quota della base monetaria come riserva liquida volontaria e che il pubblico trattiene parte delle banconote emesse dalla Banca centrale come circolante. A questo proposito, si veda Arcelli (1996), pp. 85-108.

determinazione della quantità complessiva di moneta venne messa in dubbio dal grande economista svedese Knut Wicksell. Secondo Wicksell, infatti, l'evoluzione del sistema bancario portava a immaginare l'esistenza di una economia di 'puro credito', in cui l'offerta di moneta varia in modo endogeno in base alle richieste di prestiti al sistema bancario:

[...] in realtà, almeno nel mondo degli affari vero e proprio, tutti gli acquisti vengono effettuati contro credito a breve o lungo periodo, e ogni uomo d'affari, per quanto solvibile, ha spesso bisogno di prestiti monetari per la sua attività. Come conseguenza di ciò, nei paesi economicamente più avanzati, non vengono più tenute scorte individuali. Al giorno d'oggi la «cassa» di un uomo d'affari è solo un termine legale: esso indica il diritto di trarre in qualunque momento diciamo 500 corone sul suo conto corrente; e di disporre, dietro preavviso, di qualche altro migliaio di corone sul conto di deposito; [...] Ma le scorte di moneta che non sono più tenute dagli individui, non vengono perciò accumulate dalle banche. Soltanto una piccola parte delle somme affidate in ogni momento alle banche deve essere tenuta in forma di moneta, dal momento che i prelievi di un cliente corrispondono sempre, più o meno a depositi di altri clienti. Nella misura in cui i clienti della banca svolgono affari tra di loro non c'è affatto bisogno di tenere contante per loro conto: i loro saldi rispettivi possono essere regolati semplicemente addebitando o accreditando i loro conti. Se immaginassimo questo sistema sviluppato ovunque con quella perfezione che si può dire sia stata raggiunta nei grossi centri bancari per mezzo degli assegni e dei sistemi di compensazione, o addirittura ancora migliorato, allora tutti gli acquisti e tutti gli scambi commerciali potrebbero essere effettuati senza coniare moneta, ma semplicemente per mezzo di scritture sui libri delle banche. [...] Per quanta «moneta» sia domandata alle banche, esse possono emetterla senza rischi di insolvenza poiché non fanno altro che registrare alcune cifre sui loro libri per la concessione di un prestito o l'estinzione di un deposito; gli assegni e gli ordini di pagamento spiccati su di esse necessariamente ritornano alle banche entro pochi giorni e sono accreditati al cliente come deposito o come estinzione del debito. In breve, offerta e domanda di moneta sono diventate una cosa sola.¹⁵

Wicksell riconosce la natura puramente immaginaria di una economia di 'puro credito', perché, in realtà, "i sistemi monetari di ogni paese sono un miscuglio, in proporzioni differenti di [...] due estremi: un'economia puramente monetaria (*Barwirtschaft*) e un'economia puramente creditizia."¹⁶ Tuttavia, facendo riferimento al periodo delle guerre napoleoniche, egli sottolinea che, a condizione che venga meno la convertibilità aurea, anche in un sistema a riserva frazionaria la capacità di creazione di moneta di origine creditizia è potenzialmente illimitata:

¹⁵ Wicksell (1898a) [1981], pp. 182-183.

¹⁶ *Ibidem*, p. 183.

[...] come è noto, [dal 1797] [...] la Banca d'Inghilterra era svincolata dall'obbligo di convertire i suoi biglietti in oro, ed emise anche biglietti di taglio inferiore al solito. Essa così non aveva più alcuna necessità di limitare la concessione di credito ad aderì in effetti al principio di prestare moneta senza limiti, contro sufficienti garanzie, al tasso legale del 5%.¹⁷

Se l'esercizio del potere di monopolio delle autorità monetarie sull'emissione di moneta legale non si manifesta attraverso il controllo della sua quantità, ma attraverso il controllo del suo prezzo, ovvero del tasso di interesse al quale la Banca centrale è disposta a concedere prestiti di base monetaria alle banche commerciali, allora la relazione tra riserve, prestiti e depositi vista poco sopra è completamente invertita. Infatti, in questo caso, la catena causale va:

- dalla erogazione di prestiti bancari,
- alla creazione di moneta creditizia sotto forma di depositi bancari,
- alla fornitura da parte delle autorità monetarie di una quantità di base monetaria sufficiente a garantire la stabilità del sistema finanziario.

$$\Delta C \rightarrow \Delta D \rightarrow \Delta BM.$$

In altri termini, l'offerta complessiva di moneta non è più esogena, bensì endogena.

2. La teoria dei fondi prestabili

L'importanza dell'opera di Knut Wicksell deriva dal fatto che egli è stato il primo economista che ha analizzato gli effetti prodotti dalla presenza del sistema bancario e della moneta di origine creditizia sull'equilibrio (macro)economico generale definito dalla tradizione neoclassica.

L'analisi di Wicksell parte dall'idea che in un sistema economico basato sulla divisione del lavoro e sullo scambio non vi sia nulla di più importante della stabilità del valore di scambio della moneta e, quindi, di una teoria che consenta di chiarire le cause delle variazioni del livello generale dei prezzi. Wicksell assume però un atteggiamento critico verso la teoria quantitativa elaborata da Ricardo, affermando la necessità di una sua riformulazione che tenga conto degli sviluppi che, nel corso del tempo, hanno interessato i moderni sistemi monetari e creditizi.¹⁸

¹⁷ *Ibidem*, p. 193.

¹⁸ “Non c'è bisogno di sprecare parole per provare quanto sia importante il fatto che il valore di scambio della moneta o, ciò che è la stessa cosa dal punto di vista opposto, il livello generale dei prezzi delle merci, rimanga il più possibile stabile. La moneta è l'unità di misura di tutti i valori, l'elemento essenziale di ogni scambio di proprietà, ed ogni giorno rafforza queste sue caratteristiche. Tutte le merci si scambiano contro moneta e, inoltre si produce soltanto allo scopo di scambiare, e di scambiare contro moneta. Cosa dunque può essere più importante del fatto che ciò che costituisce l'unità di misura di ogni altra cosa mantenga un valore costante? [...] all'inizio del nostro secolo [...] troviamo del problema una trattazione logicamente coerente, perfettamente

Wicksell contesta l'opinione, largamente diffusa all'epoca della pubblicazione della sua opera maggiore, *Interesse monetario e prezzi dei beni* del 1898, secondo cui l'offerta e la domanda di fondi prestabili sono il semplice riflesso dell'offerta e della domanda di capitale reale, inteso come quota di beni prodotti non consumata. Pertanto, egli afferma la necessità di distinguere tra due tassi di interesse, il *tasso di interesse 'naturale'*, che rappresenta il prezzo di equilibrio per il mercato dei capitali, e il *tasso di interesse monetario*, che, invece, rappresenta il prezzo di equilibrio per il mercato del credito (o dei fondi prestabili):

Si dice che ciò che viene prestato in realtà non è moneta, ma capitale reale: la moneta è soltanto uno strumento, un modo per prestare capitale, e così via. Ma questo non è propriamente vero: ciò che è prestato è moneta e niente altro; il capitale reale liquido, nella forma di beni, è acquistato e venduto mediante moneta, ma non è prestato. [...] moneta e capitale reale non sono affatto la stessa cosa, e [...] l'interesse sulla moneta e l'interesse sul capitale sono due cose distinte [...].¹⁹

Se la moneta non esiste in quantità data, ma è in larga misura un prodotto del sistema bancario, la riformulazione della teoria quantitativa della moneta non può prescindere da una più approfondita analisi delle determinanti dell'equilibrio sul mercato del credito.

Il livello del tasso di interesse monetario di equilibrio è funzione delle decisioni di politica monetaria della Banca centrale sia quando essa controlla la quantità di base monetaria sia quando essa invece definisce il prezzo al quale è disposta a immettere moneta legale nel sistema.

Nel primo caso, è possibile che, in ragione della quantità di moneta legale stampata dalle autorità monetarie, il sistema bancario sia in grado di creare moneta di origine creditizia in misura eccedente ai risparmi, ovvero ai redditi monetari non

chiara ed esauriente, che sembra non lasciare spazio a nessun dubbio o opinione contraria. Questa esposizione si basa essenzialmente sulla cosiddetta teoria quantitativa: per Ricardo e i suoi sostenitori il fattore fondamentale che determina il livello dei prezzi delle merci è costituito dal rapporto tra l'ammontare di moneta disponibile [...] da una parte, e l'ammontare di merci da scambiare dall'altra. [...] Se allora analizziamo la validità delle assunzioni su cui si basa la teoria quantitativa, vediamo facilmente che questa dottrina sarebbe del tutto valida se si assumesse un mondo in cui tutti comprano e vendono mediante contante e con moneta propria, in cui cioè non esistono [...] prestiti in moneta. [...] ma si deve sottolineare con forza quanto poco [queste condizioni] siano conformi alla realtà, in ogni caso agli attuali sviluppi del sistema monetario. [...] [Cionondimeno non] è possibile buttare ai pesci senza pensarci due volte la vecchia teoria quantitativa: con tutte le sue lacune è ancora la sola teoria che si fonda su un solido fondamento logico. Occorre invece tentare uno sviluppo della sua idea fondamentale che è di per sé corretta, in modo da renderla del tutto compatibile con la realtà." (*Ibidem*, pp. 174-176, 180-182)

¹⁹ *Ibidem*, pp. 190-191.

utilizzati per l'acquisto di beni di consumo. L'eccesso di offerta di fondi prestabili sul mercato del credito si “manifesta [allora] in una caduta del tasso di interesse.”²⁰

A questo proposito, si consideri la figura 13. Inizialmente, il mercato del credito è in equilibrio in corrispondenza di un tasso di interesse monetario (r_{m_1}) coincidente con quello ‘naturale’ (r_n). Ma per stimolare la domanda di prestiti e aumentare i finanziamenti resi possibili dai margini di elasticità dell'offerta di credito derivanti dalla disponibilità di moneta legale, le banche commerciali diminuiscono il tasso di interesse applicato ai prestiti concessi a imprese e famiglie, sino a quando non si stabilisce un nuovo equilibrio in cui il tasso di interesse monetario è inferiore al tasso ‘naturale’ ($r_{m_2} < r_n$).

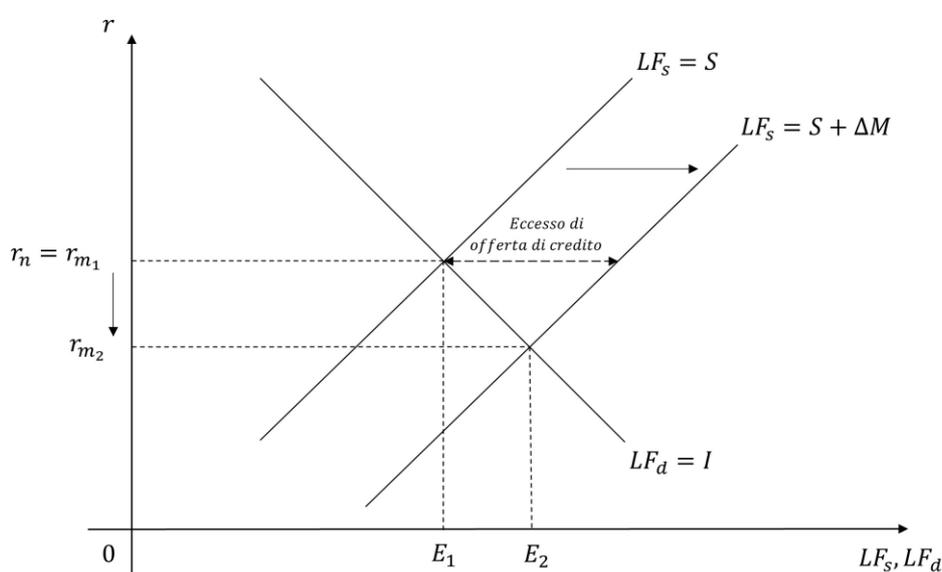


Figura 13 – L'eccesso di offerta di fondi prestabili

Sulla scia del lavoro di Wicksell, tra la fine del diciannovesimo secolo e i primi decenni del secolo scorso l'analisi dei fattori che influenzano l'equilibrio sul mercato del credito si è arricchita di numerosi contributi che hanno dato vita al filone di letteratura dal quale è emersa la cosiddetta *teoria dei fondi prestabili*, una teoria che ha trovato la sua massima espressione negli scritti di Bertil Ohlin e Dennis Robertson.

Per Ohlin e Robertson, il tasso di interesse monetario che definisce l'equilibrio sul mercato del credito deriva dall'incontro tra le schede di offerta e di domanda di fondi prestabili, schede che, a loro giudizio, sono intimamente connesse con le curve di risparmio e di investimento, ma non per questo strettamente identificabili con esse. Seguiamo Robertson per individuare i flussi di fondi che, accanto al risparmio e all'investimento, danno vita alla domanda e all'offerta di fondi prestabili:

²⁰ *Ibidem*, p. 185.

[...] il corso naturale sembra esser quello di descrivere il tasso d'interesse come prezzo di mercato per l'uso temporaneo di qualcosa che il Marshall chiamava 'capitale libero o fluttuante', che altri autori hanno chiamato 'capitale disponibile' o 'disponibilità di capitale', e che i recenti scrittori sembrano esser d'accordo nel chiamare 'fondi disponibili' o 'fondi per investimento'. Questo prezzo, analogamente agli altri prezzi di mercato, può essere concepito come risultante dall'azione reciproca delle schede di domanda e di offerta indicative dell'ammontare di fondi disponibili che, a determinati prezzi di cessione, gli operatori sono disposti rispettivamente a fare affluire o ad assorbire dal mercato nella frazione di tempo prescelta per l'osservazione. [...] L'ammontare dei fondi disponibili che gli operatori sono inclini a far affluire sul mercato ad ogni dato prezzo consiste dei seguenti elementi, alcuni dei quali possono ovviamente essere negativi:

(I) risparmio corrente effettuato durante il periodo;
 (II) 'disinvestimenti', cioè risparmi effettuati nel passato ed attualmente svincolati dall'incorporamento in capitali fissi (fabbricati, strumenti ecc.) o in capitali circolanti (scorte in lavorazione o in magazzino) e che in tal modo diventano di nuovo disponibili per l'incorporamento nelle medesime o in differenti forme;

(III) 'detesoreggiamenti netti', cioè denaro precedentemente risparmiato, o precedentemente disinvestito che sia ora tolto dalle disponibilità tesoreggiate ed immesso sul mercato, con deduzione della moneta ora risparmiata, o disinvestita, e sottratta dal mercato;

(IV) prestiti bancari addizionali netti [...].

L'importo dei fondi disponibili che gli operatori sono inclini ad assorbire dal mercato ad ogni dato prezzo può essere distinto nel modo seguente, in base agli scopi per i quali i fondi sono richiesti:

(I) fondi destinati ad esser spesi per produrre nuovi investimenti di capitale fisso o circolante;

(II) fondi destinati ad esser spesi per la manutenzione o il rimpiazzo del capitale fisso o circolante in essere;

(III) fondi destinati ad esser tesoreggiati;

(IV) fondi destinati ad essere spesi in consumo sia individuale che collettivo [...] in eccedenza sul reddito corrente.²¹

²¹ Robertson (1940) [1956], pp. 1-4. Per apprezzare le similitudini tra gli approcci di Robertson e Ohlin, si consideri la seguente citazione dell'economista svedese: "[...] *ex-post* there is always equality between the supply and demand both for savings and credit, as well as for commodities [...]. [...] One must distinguish sharply between the quantity of credit actually given (corresponding to the quantity of a commodity purchased and sold), on the one hand, and the supply and demand *curves* for credit (or commodities), on the other. The former is simply the point of intersection of the curves. When it is said in price theory that the price of a commodity is governed by supply and demand, the meaning is that it is determined by the demand and supply *curves*, which express the planned sales and purchases at different possible prices during a certain future period. These curves are *ex-ante* concepts and indicate alternative purchase and sales plans. In the same way the price of credit is determined by the supply and demand curves for credit or, which amounts to the same, for "claims". The causal reasoning is *ex-ante*. [...] Evidently, the curves of demand and supply of credit [...] are quite different from but interrelated with the curves which refer to planned new investment and savings. [...] there is a supply curve for savings, expressing willingness to refrain from consuming the whole expected income. There is also a curve for planned new investment. [...] That the relation between the curves referring to savings and investment and those referring to

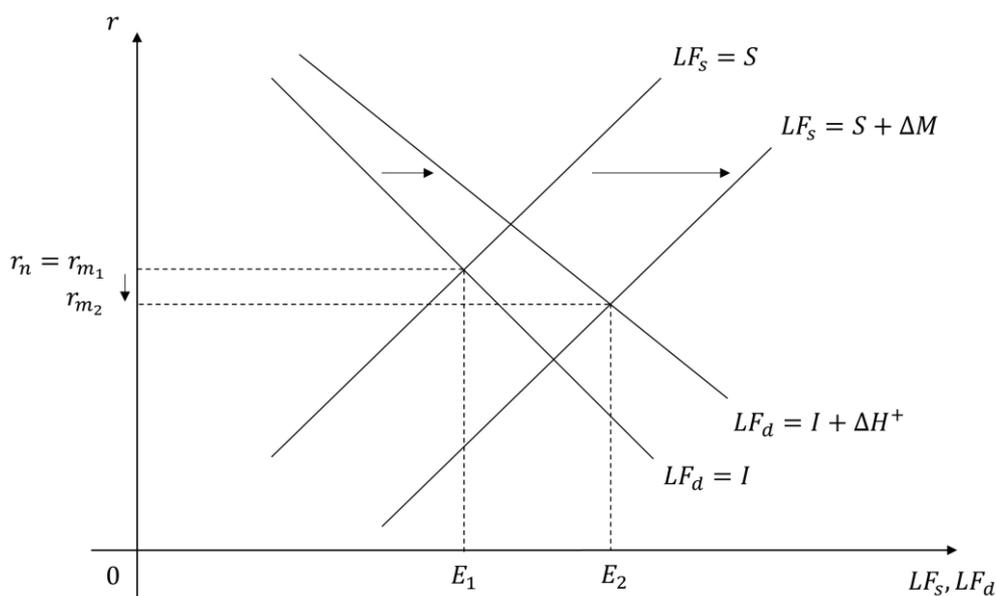


Figura 14 – L’equilibrio sul mercato dei fondi prestabili

L’equilibrio sul mercato del credito rappresentato nella figura 14 è riassunto dall’equazione:

$$S + \Delta M - \Delta H^+ = I.$$

Dal lato dell’offerta, ai redditi monetari risparmiati viene aggiunta la nuova moneta di origine creditizia creata dal sistema bancario, mentre viene sottratta la variazione netta positiva di fondi tesoreggiati (nell’ipotesi, quindi, che esista una differenza positiva tra il volume di risparmi trattenuti sotto forma di saldi monetari oziosi nel periodo corrente e i fondi liquidi accumulati nei periodi precedenti e detesoreggiati nel periodo corrente). La variazione netta positiva di fondi tesoreggiati può anche

credit is close should be obvious. If a man plans to save, must he not either plan to invest or to lend? [...] No, not quite. It is possible to plan to save and to increase the quantity of cash instead of lending. Also one can plan to extend new credits in excess of planned savings, if one is willing to reduce one’s own quantity of cash. Besides, one can plan to extend credit instead of reinvesting ‘capital made free’ [...]. Similarly with the planned demand for credit, which may differ from planned new investment owing to a desire to vary the cash held, to cover expected losses or to finance consumption. But this is only one side of the difference. The other one is that one may plan to take credit for the purchase of old assets, *i.e.* for *financial* investment. This has nothing to do with the new investment of the industrial sphere, which is related to savings. One may also plan “financial disinvestment”, *e.g.* through the sale of a house, and plan to use the proceeds to extend new credit, *e.g.* to the man who buys the house. Thirdly, the banking system may plan to increase or reduce the volume of credit. To sum up. [...] The rate of interest is the price of credit, and is governed by the supply and demand curves in the same way as commodity prices. [...] These supply and demand curves for credit are closely related to the willingness and ability of people to save and invest [...]. But these curves are also influenced by a desire to vary cash holdings or make financial investments in old assets and by a change in the credit policy of the banking system. (Ohlin, Robertson e Hawtrey (1937), pp. 423-427)

essere vista come una componente della domanda di fondi prestabili che si aggiunge alla domanda di fondi per il finanziamento degli investimenti. In questo caso, l'equazione di equilibrio per il mercato del credito può essere riscritta nel modo seguente:

$$S + \Delta M = I + \Delta H^+.$$
²²

Anche nella figura 14 il tasso di interesse monetario è inferiore al tasso 'naturale' determinato dall'incrocio tra le sole curve del risparmio e dell'investimento, perché i margini di elasticità dell'offerta di credito derivanti dalla disponibilità di base monetaria superano la variazione netta di fondi tesoreggiati.

Nel paragrafo precedente abbiamo visto che, nonostante l'epoca in cui scriveva fosse caratterizzata dall'adozione del *gold standard*, Wicksell era incline a svolgere i suoi ragionamenti facendo riferimento a un sistema monetario e creditizio a elasticità illimitata, ovvero a una economia di 'puro credito'.²³ Inoltre, abbiamo visto che un sistema a riserva frazionaria in cui sia stata abbandonata la convertibilità aurea e in cui le autorità monetarie controllano il *prezzo* e non la *quantità* della moneta legale sostanzialmente equivale all'economia di 'puro credito' immaginata da Wicksell. In un sistema di questo tipo, il tasso di interesse monetario che garantisce l'equilibrio sul mercato del credito è funzione del prezzo al quale la Banca centrale presta base monetaria alle banche commerciali. Queste ultime, infatti, determinano il tasso di interesse sui crediti concessi alla clientela aumentando il tasso di interesse ufficiale fissato dalle autorità monetarie con un margine di ricarico (*mark up*).

La figura 15 mostra che, nell'ambito di un sistema monetario a elasticità illimitata, in corrispondenza di un qualunque livello del tasso di interesse monetario, le banche

²² Nell'ipotesi che il detesoreggiamento di fondi liquidi accumulati nei periodi precedenti ecceda i risparmi trattenuti sotto forma di saldi monetari oziosi nel periodo corrente, le relazioni di equilibrio per il mercato del credito si riscrivono nel modo seguente: $S + \Delta M + \Delta H^- = I$, oppure, equivalentemente, $S + \Delta M = I - \Delta H^-$.

²³ L'idea che in regime di convertibilità aurea la capacità di creazione di mezzi di pagamento delle banche incontri dei limiti invalicabili dati dalla quantità d'oro, e che, in questo caso, la natura dell'offerta di moneta sia esogena non sembra poter essere messa in discussione: "The development of banking builds upon the base of metallic money a pyramid of money substitutes [...]. [...] At the end of the nineteenth century the primary metallic money (gold) was still in general use, although a substantial superstructure of bank deposits had been built upon it. The national currencies of individual countries were kept convertible, at approximately fixed parities with the money metal [...]. [...] provided the banking system worked under rules that maintained a *fixed* relation between the supply of paper notes and the external gold base [...] [t]he [money] stock existing at any moment can be regarded as largely given, or at least exogenously determined. Major changes in supply come in from 'outside' - for example, with new gold discoveries or with balance-of-payments surpluses." (Moore (1988), pp. 9-11). Tuttavia, Lovell (1957) sottolinea come nella Gran Bretagna del diciottesimo secolo lo *stock* di moneta variasse prociclicamente anche in regime di convertibilità aurea, perché, nonostante le sue riserve in oro cadessero ben al di sotto dei livelli considerati accettabili per consuetudine, la Banca d'Inghilterra assumeva comunque il ruolo di prestatrice di ultima istanza.

commerciali sono in grado di soddisfare tutte le richieste di prestiti che le vengono presentate. In particolare, la figura 15 illustra il caso in cui, partendo da una condizione di uguaglianza tra il tasso di interesse ‘naturale’ e quello monetario, la Banca centrale decide di diminuire il livello del tasso di interesse ufficiale. Di conseguenza, il tasso di interesse monetario scende al di sotto del livello del tasso di interesse ‘naturale’ ($r_{m_2} < r_n$).

Come si può notare, in corrispondenza di r_{m_2} ogni aumento della domanda di disponibilità monetarie, sia che esso derivi dalla convenienza delle imprese a effettuare nuovi investimenti per effetto della diminuzione del tasso di interesse monetario (ovvero da un movimento lungo la curva L_{d_1}) sia che esso dipenda da un aumento della produttività marginale del capitale o dall'aumentata preferenza per la liquidità dei possessori di ricchezza (ovvero da uno spostamento verso destra della scheda di domanda di fondi prestabili, da L_{d_1} a L_{d_2} e a L_{d_3}), può essere soddisfatto attraverso la creazione di nuova moneta di origine bancaria (ovvero da uno spostamento verso destra della curva di offerta di fondi prestabili, da L_{s_1} a L'_{s_1} a L_{s_2} e a L_{s_3}). In altre parole, la scheda dell'offerta di fondi prestabili può essere considerata orizzontale in corrispondenza del livello del tasso di interesse monetario determinato dalle decisioni di politica monetaria della Banca centrale.

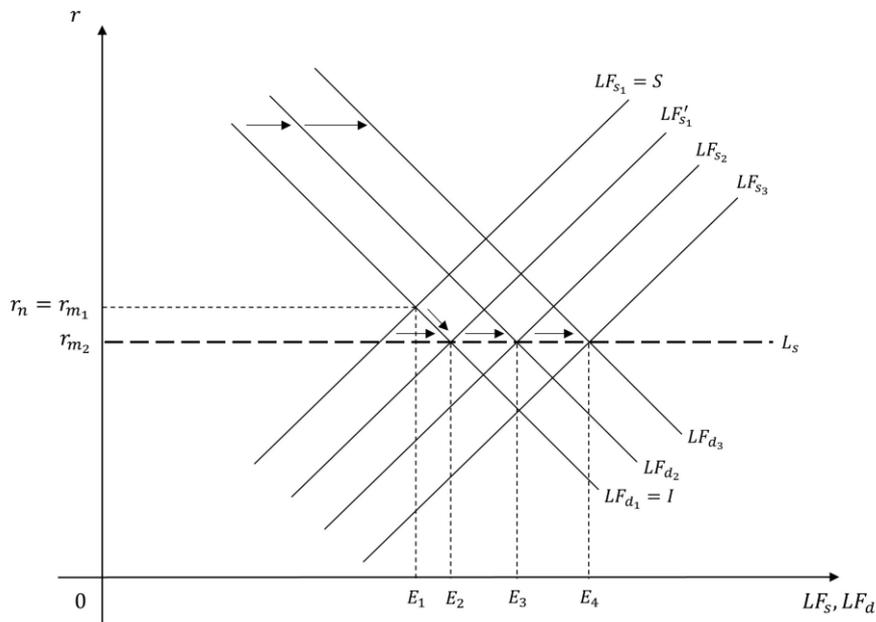


Figura 15 – L'equilibrio sul mercato del credito in un sistema monetario a elasticità illimitata

3. Lo squilibrio sul mercato del credito e il processo cumulativo di aumento del livello generale dei prezzi

Ai fini della riformulazione della teoria quantitativa della moneta, Wicksell parte dalla considerazione che, in un mondo in cui le banche non si limitano a una attività di pura intermediazione del risparmio e in cui la quantità complessiva di moneta è composta prevalentemente da moneta creditizia, il livello generale dei prezzi dipende dal prezzo della moneta di origine bancaria:

[...] quali fattori determinano il valore della moneta e il livello dei prezzi delle merci [...]? [...] Dal punto di vista logico non sembra possibile dare alla nostra domanda una risposta diversa dalla seguente: [...] il valore di scambio della moneta e il livello dei prezzi delle merci dipendono dal prezzo al quale la «moneta» stessa (nel nostro caso il credito) può essere ottenuta, in altre parole dal tasso di interesse sulla moneta. Un tasso di interesse basso provoca un aumento dei prezzi, un tasso di interesse elevato una caduta dei prezzi.²⁴

Tuttavia, per Wicksell, il livello raggiunto dal tasso di interesse sui prestiti bancari, di per sé, non può fornire indicazioni univoche sull'andamento del livello generale dei prezzi:

[...] sfortunatamente [...] manca la corrispondenza tra teoria e realtà. Se confrontiamo da una parte l'andamento dei prezzi all'ingrosso ad Amburgo e in Inghilterra dalla metà di questo secolo, e dall'altra il tasso di interesse delle banche centrali e quello sulle operazioni di mercato aperto a Berlino e Londra [...], si deve ammettere che la sola possibile correlazione osservabile è che un alto tasso di interesse è associato ad alti prezzi, ed un basso tasso di interesse a bassi prezzi, piuttosto che il contrario.²⁵

Ciò che davvero conta perché vi sia una variazione del livello generale dei prezzi è l'esistenza di una differenza tra il tasso di interesse monetario applicato sui prestiti concessi dalle banche commerciali e il tasso di interesse 'naturale' che riflette la produttività marginale del capitale reale. Wicksell infatti sottolinea che soltanto nel caso in cui:

[...] il tasso di interesse corrente sulla moneta coincide con [il tasso naturale di interesse in senso stretto], l'intervento della moneta non causa nessuna variazione nell'equilibrio economico: le transazioni in moneta sono allora soltanto la forma particolare delle transazioni che, da un punto di vista teorico, potrebbero essere svolte altrettanto bene senza l'intervento della moneta. In breve, non ci sono ragioni per una variazione nel livello dei prezzi. Se, d'altra parte, il tasso di interesse sulla moneta differisce dalla misura ideale di cui si è

²⁴ Wicksell (1898a) [1981], pp. 183, 185.

²⁵ *Ibidem*, p. 185.

parlato, l'equilibrio economico, e con esso l'equilibrio dei prezzi è *ipso facto* disturbato [...].²⁶

Per Wicksell, l'inizio di un processo inflazionistico non è imputabile alle decisioni delle autorità monetarie e del sistema bancario, perché, generalmente, le discrepanze tra il tasso di interesse monetario e quello 'naturale' trovano origine nella sfera reale dell'economia:

[...] perché mai le banche dovrebbero abbassare il tasso di interesse? Al contrario esse lo lasciano inalterato fino a quando non sono obbligate ad alzarlo o ad abbassarlo da un mutamento delle circostanze. [...] in genere variazioni nel tasso di interesse sono determinate [...] da incrementi o da riduzioni della domanda di credito, a loro volta provocate da aumenti o da cadute nel tasso di interesse reale o naturale sul capitale; [...] il tasso di interesse naturale sul capitale è costantemente soggetto a variazioni derivanti da circostanze che sono in parte sottratte al controllo dell'uomo: un aumento o una caduta nei salari a causa di una riduzione o di un aumento nell'offerta di lavoro, o a causa di variazioni nell'ammontare di capitale liquido dal quale dipende in primo luogo la domanda di lavoro; un aumento o una riduzione delle rendite della terra per le stesse ragioni; infine, è la redditività dell'attività produttiva stessa che può aumentare o ridursi come conseguenza delle condizioni fisiche o tecniche. [...] consideriamo queste ultime variazioni come esogene, cioè come *primum movens*, [...] mentre d'altra parte consideriamo come condizionate da esse le variazioni del tasso di interesse sulla moneta [...].²⁷

L'importanza di una analisi condotta in termini reali, cioè in termini di quantità di risorse reali prodotte, consumate, risparmiate e investite, è stata ribadita anche da Dennis Robertson. Sebbene in una economia in cui si fa uso di moneta anche il tasso di interesse 'naturale' venga espresso in termini di unità monetarie, Robertson infatti sottolinea che l'esame delle condizioni di equilibrio sul mercato del credito non può prescindere dalla "funzione svolta nella determinazione del tasso di interesse dai fattori 'classici' della produttività e della parsimonia".²⁸ Nell'ambito di una impostazione di tipo neoclassico, la presenza della moneta di origine creditizia quindi non elimina la centralità dell'equilibrio sul mercato dei capitali.

Seguendo Wicksell, nella figura 16 vediamo che l'aumentata redditività fisica dei processi produttivi dovuta al progresso tecnologico si traduce in un aumento della domanda di risorse reali a fini di investimento, cui fa seguito un aumento del tasso di interesse naturale ($r_{n_2} > r_{n_1}$). Rispetto all'equilibrio precedente sul mercato dei capitali, in corrispondenza di r_{n_2} la composizione della domanda aggregata deve necessariamente cambiare, perché la maggior quota della produzione di piena

²⁶ *Ibidem*, p. 192.

²⁷ *Ibidem*, pp. 188-189.

²⁸ Robertson (1940) [1956], p. 11.

occupazione destinata all'investimento deve essere compensata da minori consumi, ovvero da un aumento del risparmio.

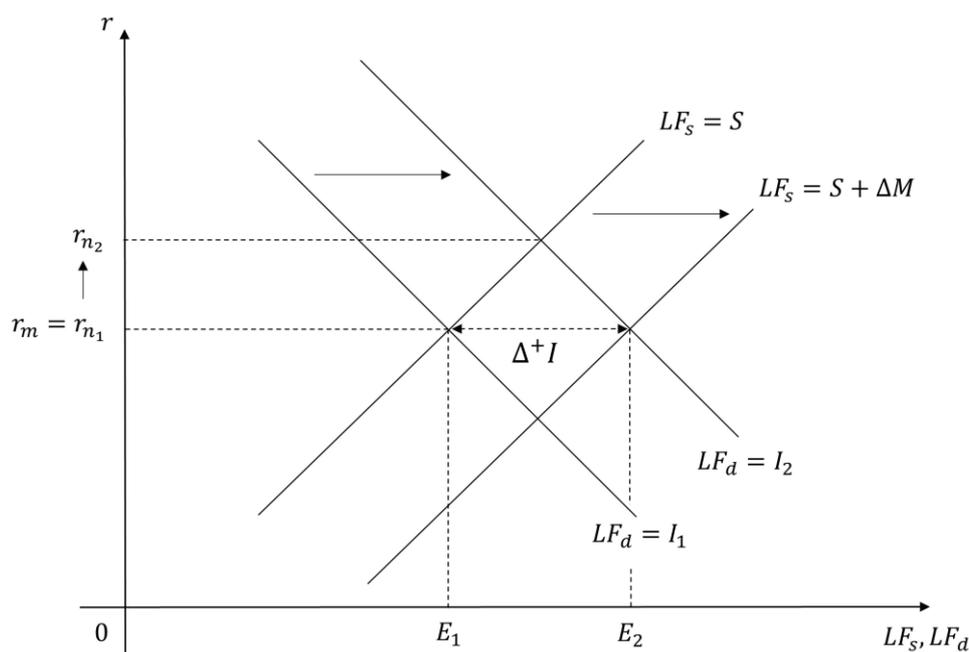


Figura 16 – L'origine reale dello squilibrio sul mercato dei fondi prestabili

Tuttavia, Wicksell riconosce la materiale impossibilità di determinare il tasso di interesse 'naturale' sul piano empirico:

Si tratta di mostrare una connessione fra tre elementi: variazioni nei prezzi, livello del tasso di interesse sulla moneta e infine il tasso naturale di interesse sul capitale. Dei tre, i primi due sono appena noti alla statistica economica, ma del terzo non si sa assolutamente nulla. Naturalmente le sue variazioni negli anni possono essere dedotte proprio dalle simultanee fluttuazioni del tasso di interesse sulla moneta; ma si deve rilevare che in questo caso la *correlazione* tra questi due tassi di interesse è presa per data, mentre il problema è quello di valutare la *differenza* tra di essi in ogni momento.

Poiché le banche non sono in grado di determinare il livello del tasso di interesse 'naturale', esse non hanno motivo di aumentare il tasso di interesse monetario. Disponendo di un margine di elasticità nella concessione dei prestiti, esse invece soddisfano l'aumentata domanda di fondi a scopo di investimento delle imprese al vecchio tasso di equilibrio per il mercato dei fondi prestabili ($r_m = r_{n_1}$). La spesa per beni di investimento delle imprese resa possibile dalla quantità addizionale di moneta creata dal sistema bancario rappresenta un incremento netto della domanda totale di risorse reali. Infatti, in corrispondenza di $r_m = r_{n_1}$ non vi è alcun incentivo

ad aumentare la quota dei redditi monetari destinati al risparmio. Pertanto, l'aumento della domanda di risorse reali destinabili all'investimento non viene compensata da una equivalente diminuzione della domanda di risorse reali a fini di consumo. In definitiva, l'eccesso di domanda aggregata rispetto all'offerta di risorse reali corrispondente a una situazione di piena occupazione si materializza in un aumento generalizzato dei prezzi, sia di quelli dei beni di consumo che di quelli dei beni di investimento.

Wicksell sottolinea che, sino a quando il tasso di interesse monetario resta al di sotto del tasso di interesse 'naturale', i prezzi continueranno ad aumentare indefinitamente. Analogamente, essi continueranno a diminuire indefinitamente nel caso contrario. Quando, poi, la differenza tra i due tassi di interesse dovesse venire eliminata, i prezzi cesseranno di salire o di diminuire, ma senza tornare al loro livello precedente. Il nuovo livello generale dei prezzi servirà, invece, come base di calcolo per tutti i progetti economici e i contratti futuri:

[...] the upward movement of prices, whether great or small in the first instance, *can never cease* so long as the rate of interest is kept lower than its normal rate, i.e., the rate consistent with the then existing marginal productivity of real capital. When all commodities have risen in price, a *new level of prices* has formed itself which in its turn will serve as basis for all calculations for the future, and all contracts. Therefore, if the bank-rate now goes up to its normal height, the level of prices will not go down; it will simply remain where it is, there being no forces in action which could press it down; and, consequently, if the bank-rate *remains lower* than its normal height, a new impetus towards forcing up the prices will follow, and so on. The opposite of all this will take place when the rate of interest has become too high in proportion to average profit, and so in both cases a difference between the two rates remaining, the movement of prices can never cease, just as the electric current never ceases as long as the difference of tension between the poles remains.²⁹

Per comprendere il processo di aumento cumulativo del livello generale dei prezzi, postulato da Wicksell quando il livello del tasso di interesse monetario è inferiore a quello del tasso di interesse 'naturale', facciamo affidamento alla spiegazione offerta da Gardner Ackley nel suo 'classico' manuale di teoria macroeconomica:

[...] Wicksell vide con chiarezza una cosa che per molti resta ancora oscura, e cioè che se i prezzi [...] sono spinti verso l'alto da un eccesso di domanda, tale aumento dei prezzi non elimina di per se stesso l'eccesso di domanda. Se, partendo il sistema da una situazione di equilibrio di piena occupazione, gli imprenditori armati di una quantità addizionale di denaro entrano nel mercato cercando d'investire tale denaro «nuovo» in impianti ed attrezzature, essi

²⁹ Wicksell (1907), p. 216.

possono riuscire nel loro intento solo strappando i beni (o le risorse necessarie per produrli) da altri impieghi mediante l'offerta di prezzi più alti. Se introduciamo certe ipotesi plausibili in relazione *ai ritardi*, constatiamo che gli investitori *sono in grado di strappare risorse* ai consumatori: questi ultimi infatti non possono e non intendono pagare i nuovi, più elevati prezzi in quanto i loro redditi monetari sono, *per il momento*, immutati. I prezzi salgono dunque per «regolarizzare» il mercato sottraendo beni e risorse al consumo e destinandoli all'investimento. Questo processo viene denominato «risparmio forzato», in quanto i consumatori sono costretti a ridurre i loro consumi dal fatto che ai prezzi più elevati non corrisponde alcun aumento del loro reddito monetario. Wicksell si avvide con chiarezza che questa manovra può avere un effetto solo temporaneo. La vendita di beni e risorse a prezzi più elevati crea automaticamente reddito monetario supplementare esattamente nella stessa misura in cui i prezzi aumentano. I consumatori ritornano ora sul mercato con redditi monetari che, nel complesso, sono aumentati dello stesso ammontare di cui sono aumentati i prezzi. Il loro reddito reale è immutato; essi vogliono ancora effettuare quelle spese in beni di consumo che in precedenza volevano effettuare, e l'aumento dei redditi monetari consente loro di far fronte ai prezzi più elevati. L'iniziale aumento dei prezzi non ha dunque eliminato l'eccesso di domanda, se non durante il breve periodo di tempo intercorso tra il pagamento di prezzi più elevati e la conseguente realizzazione di redditi monetari più elevati. Se non si elimina la fonte dell'eccesso di domanda [...], l'aumento dei prezzi può continuare, in modo cumulativo, indefinitamente.³⁰

4. La 'norma wickselliana' e le condizioni di validità della teoria quantitativa della moneta

Per Wicksell, l'impossibilità di determinare il tasso di interesse naturale sul piano empirico non è di ostacolo alla eliminazione di un processo cumulativo di aumento o di diminuzione del livello generale dei prezzi. Come osserva Michael Woodford, Wicksell è stato il primo economista a elaborare una strategia di politica monetaria diretta alla stabilizzazione del livello generale dei prezzi attraverso una regola di controllo del livello del tasso di interesse monetario:

³⁰ Ackley (1961) [1971], pp. 180-181. Ma in che misura saranno saliti i prezzi una volta eliminata la causa dell'eccesso di domanda aggregata di beni, cioè quando il livello del tasso di interesse monetario sarà tornato uguale a quello del tasso naturale? A questa domanda Ackley risponde nel modo seguente: “[I prezzi] dovranno essere aumentati nella stessa proporzione dell'offerta di moneta, in quanto altrimenti vi sarebbero dei fondi liquidi inoperosi che, non essendo i loro possessori disposti a trattenerli, spingerebbero il tasso di interesse al di sotto di quello naturale provocando quindi un sussistere dell'inflazione. Naturalmente anche i salari monetari dovranno essere aumentati esattamente nella stessa proporzione. Se i salari non tenessero il passo con l'aumentare dei prezzi, i datori di lavoro sarebbero indotti ad accrescere l'occupazione. Ma, non essendovi altri lavoratori da occupare, prima o poi l'eccesso di domanda di manodopera deve spingere verso l'alto i salari monetari in modo che questi aumentino nella stessa proporzione dei prezzi. A questo punto, tutti i prezzi e tutti i salari sono aumentati nella stessa proporzione dell'offerta di moneta.” (*Ibidem*, pp. 180-181)

Probably the earliest example of a prescription for monetary policy in terms of an interest-rate rule is due to Wicksell [...]. Although writing at a time when the leading industrial nations remained committed to the gold standard, with even most scholars assuming the necessity of a commodity standard of one sort or another, Wicksell foresaw [...] [t]he soundness [...] of price-level targeting in the context of a pure fiat monetary standard [...]. [...] Wicksell advocated not only price-level targeting, but a specific form of interest-rate rule for the management of such a system.³¹

La ‘norma wickselliana’ prevede che le autorità monetarie fissino il livello del tasso di interesse monetario desiderato a seconda dell’andamento del livello corrente dei prezzi, sino a quando l’eliminazione della discrepanza tra il tasso di interesse sui prestiti bancari e il tasso di interesse ‘naturale’ garantisce la stabilità del livello generale dei prezzi:

[...] [l’obiettivo della] stabilizzazione del valore della moneta [...] [può] essere raggiunto molto [...] semplicemente [...] se gli istituti monetari dei vari paesi intraprendessero [...] la necessaria e la sola efficace modifica dei loro tassi di interesse - modifica che *punterebbe* [...], secondo la nostra teoria, a livellare il tasso medio dell’interesse monetario al tasso di interesse naturale del capitale. [...] Ciò non nel senso, che le banche debbano *accertare* in concreto il livello dell’interesse naturale del capitale per fissare conseguentemente i loro tassi di interesse. Ciò sarebbe ovviamente inattuabile, allo stesso tempo però anche del tutto superfluo, poiché il livello corrente dei prezzi dei beni costituisce per l’appunto un attendibile contrassegno relativamente alla concordanza o alla discordanza dei due tassi. Il procedimento sarebbe invece semplicemente il seguente: *a prezzi invariati rimarrebbe invariato anche il tasso di interesse delle banche, a prezzi crescenti dovrebbe essere elevato e a prezzi decrescenti ridotto l’interesse bancario, e dovrebbe essere mantenuto ogni volta al livello così raggiunto, finché un ulteriore movimento dei prezzi non richieda una nuova variazione dei tassi di interesse in questa o quella direzione.*³²

L’intervento della Banca centrale è imprescindibile per due motivi. Da un lato, perché essa dispone del potere di monopolio sull’emissione di moneta legale. Dall’altro, perché le banche commerciali non hanno alcun interesse specifico affinché venga garantita la stabilità del valore di scambio della moneta. Interventi autonomi delle banche commerciali sul livello del tasso di interesse monetario possono essere semmai indotti dal desiderio di mantenerne inalterato il valore reale a seguito di variazioni del livello generale dei prezzi. Il compito di stabilizzare quest’ultimo chiama quindi in causa la responsabilità di una autorità pubblica. In altre parole, come sottolinea Hans-Werner Sinn (Capitolo 2, paragrafo 3.3.1.), spetta

³¹ Woodford (2003), pp. 37-38.

³² Wicksell (1898b) [1977], pp. 345-347.

alle autorità monetarie garantire il rispetto della corrispondenza tra la scarsità delle risorse reali e la scarsità delle disponibilità monetarie.

In precedenza, abbiamo visto che la Banca centrale può determinare il livello del tasso di interesse monetario sia attraverso il controllo della quantità di base monetaria che attraverso il controllo del prezzo al quale è disposta a immettere moneta legale nel sistema.

Quando la quantità di base monetaria è legata alla disponibilità di riserve auree, o viene fissata arbitrariamente dalle autorità monetarie anche in caso di abbandono della convertibilità aurea, la capacità di creazione di nuova moneta delle banche commerciali incontra un limite superiore definito dal moltiplicatore del credito e dal moltiplicatore dei depositi. In questo caso, un processo di aumento cumulativo del livello generale dei prezzi è destinato ad arrestarsi nel momento in cui, esaurito l'eccesso di riserve di moneta legale, le banche commerciali cessano di concedere prestiti e di creare nuova moneta di origine creditizia. Ma se le autorità monetarie vogliono interrompere il processo cumulativo prima dell'esaurimento delle riserve eccedenti, esse devono regolare la quantità di moneta legale in modo tale da ridurre i margini di elasticità di creazione di moneta di origine bancaria. Per effetto della riduzione della disponibilità di fondi prestabili, sul mercato del credito il tasso di interesse monetario è quindi destinato ad aumentare, sino a quando l'eccesso di domanda aggregata di risorse reali viene eliminato perché il livello del tasso monetario uguaglia quello del tasso 'naturale'.

Qualora la Banca centrale invece fissasse il prezzo dei prestiti di base monetaria, lasciando che la quantità di moneta legale venga determinata per effetto della domanda espressa dal sistema bancario, l'incremento del livello generale dei prezzi segnala la necessità di un aumento dei tassi di interesse ufficiali.

A giudizio di Nicolò De Vecchi, l'analisi di Wicksell rientra a pieno titolo nella tradizione quantitativa nonostante l'economista svedese "non imput[i] affatto alla politica monetaria o creditizia l'instabilità dei prezzi, ma anzi affid[i] alle istituzioni monetarie [...] il compito di eliminare le instabilità generate da cause reali."³³ In particolare, De Vecchi fa rientrare la teoria monetaria e creditizia di Wicksell nella classe delle teorie quantitative in cui il legame funzionale tra M e P (dati V e Y) è mediato da variazioni del saggio di interesse. Infatti, quando le banche commerciali decidono di aumentare l'offerta di moneta creditizia a causa di una sovrabbondante disponibilità di riserve di moneta legale, nasce una discrepanza tra il tasso di interesse monetario e quello 'naturale' che si riflette in un eccesso di domanda sull'offerta aggregata e, quindi, in un aumento del livello generale dei prezzi:

$$\Delta M \rightarrow (r_m < r_n) \rightarrow DA > Y \rightarrow \uparrow P.$$

³³ De Vecchi (2008), p. 31.

Tuttavia, se la differenza tra il tasso di interesse monetario e quello ‘naturale’ è prodotta da eventi originati nella sfera reale dell’economia la conclusione di De Vecchi è dubbia, perché la variazione dell’offerta di moneta di origine bancaria rappresenta una *conseguenza* e non già la *causa* della sopravvenuta discrepanza tra il tasso di interesse ‘naturale’ e quello monetario e dell’eccesso di domanda aggregata sull’offerta aggregata che ne deriva.

$$\Delta r_n \rightarrow (r_m < r_n) \rightarrow DA > Y \rightarrow \Delta M \rightarrow \uparrow P.$$

Ma anche in questo caso, sebbene l’offerta di moneta possa non essere limitata esclusivamente dalla disponibilità di metalli preziosi o di moneta legale (banconote), essa può comunque essere considerata esogena, perché, controllando la quantità di base monetaria e non il suo prezzo, le autorità monetarie conserverebbero il controllo sulla quantità di moneta complessiva.³⁴

La conclusione di De Vecchi invece non regge se la Banca centrale controlla il prezzo della base monetaria. Quest’ultimo caso è meglio descritto dalla sequenza:

$$\Delta r_m \rightarrow (r_m < r_n) \rightarrow DA > Y \rightarrow \Delta M \rightarrow \uparrow P.$$

In un feroce dibattito con Milton Friedman e i monetaristi protrattosi dagli inizi degli anni ’70 sino alla metà degli anni ’80 del secolo scorso, Nicholas Kaldor ha

³⁴ All’obiezione che l’aumento di offerta di moneta legato all’erogazione di prestiti bancari rappresenta la *conseguenza* di un atto di spesa programmato e non la *causa* di nuove spese, David Laidler (2002, pp. 27-29) replica affermando che gli effetti secondari dell’espansione creditizia confermano l’impatto causale della moneta sulla domanda aggregata: “The money which borrowers use to buy goods is newly created by the banks, and though it leaves their specific portfolios as they spend it, it nevertheless remains in circulation, because it is transferred to the portfolios of those from whom they buy goods. [...] The consequence [...] must be that, [...] on average, agents will increase their cash outlays in order to reduce their holdings of money. From the perspective of the economist looking at the economy as a whole [...] the destination of the cash outlay is crucial. [...] if that destination is a bank, as it would be, for example, if the agent decided that the most advantageous transaction available was to pay off a loan, excess cash is removed from circulation. If, on the other hand, the transaction is with another non-bank agent, portfolio disequilibrium is shifted to someone else. In the first case the economy’s money supply is reduced, and in the second case it remains constant, and hence has further consequences. In principle, either type of response can dominate the second-round effects [...] but with very different implications for the transmission mechanism of monetary policy. If, predominantly, money disappears from circulation at this stage, as bank debts are reduced, the overall consequences for aggregate demand [...] are dominated by the response of output to a discrepancy between the actual and natural rate of interest [...]. If it mainly remains in circulation, however, portfolio disequilibria will persist, as will their effects on expenditure, until some argument of the demand for money function, the price level say, moves to adjust the demand for nominal money to its newly increased supply. Let us refer to the first-round effects [...] as working through a *credit channel* and the second and subsequent round effects as working through a *money channel*. [...] Milton Friedman [...] has frequently asserted that no matter how money gets into circulation, its effects are essentially the same, that the method of its introduction makes, at the most, a small difference and only at the first round. In terms of our discussion, he should be interpreted as asserting that, as an empirical matter, the money channel dominates the transmission mechanism.”

infatti chiarito che quando la quantità di moneta complessiva è endogena le condizioni di validità della teoria quantitativa vengono meno:

[...] la riaffermazione di Friedman della teoria quantitativa della moneta [...] dipende in modo cruciale dal presupposto che la quantità di moneta sia veramente esogena, determinata per decreto delle autorità monetarie, del tutto indipendentemente dalla domanda di moneta. O, in un contesto dinamico, si fonda sul postulato secondo cui le variazioni nel tasso di incremento della quantità di moneta sono la *causa* delle variazioni nel ritmo di crescita dei redditi monetari che si realizza in seguito.³⁵

La tesi fondamentale di Kaldor è che, in una economia ove la moneta di natura creditizia può essere creata in modo potenzialmente illimitato, la relazione causale fra la quantità di moneta e il reddito nominale è invertita rispetto a quella ipotizzata dalla teoria quantitativa della moneta, perché è sempre un aumento del livello della spesa che porta a una crescita della quantità di moneta e non viceversa. Quindi, “tutte le evidenze statistiche riguardo alla stabilità della domanda di moneta in proporzione del reddito o della spesa – in altre parole, la stabilità della velocità di circolazione della moneta – non sono altro che un riflesso della facilità con la quale l’offerta di moneta’ si adatta alle variazioni della domanda di moneta”.³⁶

Indipendentemente dalla riconducibilità della teoria monetaria e creditizia di Wicksell alla tradizione quantitativa, resta però il fatto, sottolineato da Giancarlo Bertocco (2015, p. 71), che l’analisi dello studioso svedese non modifica le caratteristiche strutturali del sistema economico descritto dagli economisti neoclassici. Il livello del reddito continua a essere deciso nella sfera della produzione, ovvero dal lato dell’offerta aggregata, e dipende da fattori esclusivamente reali (disponibilità di risorse produttive, tecnologia, gusti e preferenze degli agenti economici). Anche se si tiene conto della presenza della moneta di origine bancaria, l’investimento presuppone sempre la rinuncia al consumo di parte delle risorse reali prodotte e, quando il tasso di interesse monetario è uguale a quello ‘naturale’, l’equilibrio sul mercato del credito coincide ancora con l’equilibrio sul mercato dei capitali. Inoltre, vale la legge di Say e, a meno

³⁵ Kaldor (1982a) [1984], p. 64.

³⁶ Kaldor (1981) [1986a], p. 196. La tesi sulla inversione della direzione causale fra moneta e reddito nominale è stata avanzata da Kaldor per la prima volta nel 1970: “L’affermazione principale di Friedman è che la velocità di circolazione, in termini di moneta convenzionale, è stata relativamente stabile. Questo può ben essere successo, ma solo perché nei periodi storici presi in considerazione l’offerta di moneta è stata instabile. In altre parole, in un modo o nell’altro, un aumento della domanda di moneta provocava un aumento dell’offerta. L’offerta di moneta ‘si adattava’ alle esigenze degli scambi, aumentando in risposta ad un’espansione e viceversa. [...] la spiegazione di tutti i risultati empirici relativi alla ‘stabile funzione monetaria’ è che l’offerta di moneta’ è ‘endogena’, non ‘esogena’.” (Kaldor, N. (1970) [1986a], pp. 155-156). Su questo argomento si confronti anche Tobin (1970).

di eventi extra-economici, la rimborsabilità dei prestiti resta garantita dall'aumento di produzione realizzabile grazie alla tecnologia esistente. Infine, anche la natura dicotomica del sistema è confermata, perché, salvo fluttuazioni transitorie dei livelli del reddito e dell'occupazione, i fattori monetari e creditizi incidono soltanto sul livello generale dei prezzi.

5. La teoria quantitativa e la non neutralità a breve termine della moneta

Prima dello scoppio della Grande depressione, gli assunti su cui si fonda la teoria quantitativa della moneta, e l'esistenza di una relazione funzionale in base alla quale una variazione della quantità di moneta si traduce invariabilmente in una variazione proporzionale del livello generale dei prezzi, non erano mai stati messi in discussione. Tuttavia, sin dai tempi di David Hume, gli economisti legati alla tradizione quantitavista, non avevano mai nemmeno negato che variazioni esogene dell'offerta di moneta potessero produrre effetti di breve periodo sulle quantità prodotte e sul livello dell'occupazione. Si consideri, per esempio, il seguente passaggio in cui Hume analizza gli effetti transitori provocati da un aumento della quantità di oro e di argento derivante da un incremento dei proventi del commercio estero:

Ci sono, poniamo, una serie di fabbricanti o di commercianti, che hanno ricevuto pagamenti in oro e in argento per merci spedite a Cadice. Vengono quindi a trovarsi in grado d'impiegare più lavoratori di prima, i quali non si sognano certo di chiedere compensi più alti, ma sono felici di lavorare per pagatori tanto buoni. Se i lavoratori scarseggiano, il fabbricante corrisponde paghe più alte, ma richiede in primo luogo un'intensificazione del lavoro; a questa l'artigianato si assoggetta volentieri dato che ora mangia e beve meglio, a compenso dell'impegno e della fatica aumentati. Egli porta il suo denaro al mercato, dove trova ogni cosa allo stesso prezzo di prima, ma ne ritorna con generi abbondanti e di miglior qualità, per l'uso della sua famiglia. L'agricoltore e l'ortolano, trovando che tutti i loro prodotti vanno via, si dedicano alacremenente ad aumentarli; e nello stesso tempo hanno la possibilità di procurarsi migliori e più numerosi abiti dai loro fornitori, che mantengono gli stessi prezzi di prima, mentre la loro attività è soltanto stimolata dai nuovi e così forti guadagni. Riesce facile seguire la moneta attraverso l'intero paese, e trovare come essa nel suo movimento in un primo tempo necessariamente vivifichi l'attività di ogni individuo, prima di far aumentare il prezzo del lavoro.³⁷

Queste considerazioni non valgono soltanto nei casi di una relazione funzionale diretta tra la quantità di moneta e il livello generale dei prezzi, ma anche in quelli in cui tale relazione è indiretta, perché mediata da variazioni del livello del tasso di

³⁷ Hume (1752) [1959], pp. 53-54.

interesse. Con riferimento al lavoro di Wicksell, De Vecchi infatti sottolinea che, a seguito di un aumento generalizzato dei prezzi indotto da una discrepanza tra il tasso di interesse naturale e quello monetario, si possono manifestare due situazioni:

1. Se i lavoratori si rendono subito conto del fatto che i prezzi sono aumentati, chiedono un adeguamento immediato dei salari monetari, quindi il mercato del lavoro resta in equilibrio e l'occupazione e la produzione non aumentano. In questo caso, l'espansione del credito non genera nessun effetto reale. L'effetto della riduzione di $[r_m]$ è soltanto un aumento generalizzato dei prezzi, salario monetario compreso, che continua in modo cumulativo finché permane la causa che ha creato la differenza, ovvero finché $[r_m < r_n]$.
2. Se invece i lavoratori non sono in grado di percepire immediatamente l'aumento dei prezzi, posti di fronte all'offerta di un salario monetario più alto, ritengono che anche quello reale sarà più elevato e dunque alcuni disoccupati involontari si occuperanno. Questo significa che i lavoratori aumenteranno [...] e con loro anche la produzione. In questo secondo caso l'espansione del credito genera degli effetti reali. Tuttavia, col tempo i lavoratori si accorgono dell'effettivo aumento dei prezzi e chiederanno aumenti dei salari adeguati. [Di conseguenza] l'occupazione diminuisce. Ciò significa che gli effetti reali generati dall'espansione del credito sono limitati al breve periodo e l'unico effetto durevole è l'aumento cumulativo di P e w fino a che permane la differenza tra $[r_m]$ e $[r_n]$, ossia fino a che non viene attuata una politica di restrizione del credito.³⁸

In un articolo di rassegna sui contributi offerti da Irving Fisher, dalla Scuola di Chicago e da quella di Cambridge, Don Patinkin quindi conclude che:

[...] l'analisi degli effetti di breve periodo di variazioni monetarie sul prodotto reale venne presentata dai fautori della teoria quantitativa (inclusi, ovviamente, Wicksell e Hawtrey) non come un accessorio casuale e secondario di una fondamentale analisi di lungo periodo della neutralità della moneta, ma come un oggetto di discussione di grande importanza. Invero, nella maggior parte dei casi i sostenitori della teoria quantitativa hanno dedicato molta più attenzione a questi effetti di breve periodo che non a quelli di lungo periodo.³⁹

Cionondimeno, le conclusioni di Patinkin non cancellano il fatto che, prima della pubblicazione della *Teoria generale* di Keynes, le fluttuazioni delle grandezze economiche reali (produzione e occupazione) venissero attribuite esclusivamente a variazioni della domanda aggregata indotte da variazioni della quantità di moneta o da una discrepanza tra il tasso di interesse monetario e quello naturale.⁴⁰

³⁸ De Vecchi (2008), pp. 28-29.

³⁹ Patinkin (1972), p. 20.

⁴⁰ "Fisher [...] once wrote a famous article interpreting the business cycle as the 'dance of the dollar', in which he argued that fluctuations in economic activity were primarily a reflection of changes in the quantity of money. [...] Up to, let us say, the year 1930, Irving Fisher's analysis was

widely accepted. [...] It was [...] widely taken for granted that short-term fluctuations in the economy reflected changes in the quantity of money [...]. It was taken for granted that the trend of prices over any considerable period reflected the behaviour of the quantity of money over that period. In economic policy, it was widely accepted that monetary policy was the primary instrument available for stabilising the economy.” (Friedman, (1970b) [1991], pp. 3-4)

CAPITOLO 8

La *Teoria generale* di Keynes

1. Introduzione

La Grande depressione degli anni '30 del secolo scorso mise in discussione il mito della 'mano invisibile' reso famoso da Adam Smith, l'idea cioè che, attraverso l'operare delle leggi di mercato e il solo rispetto dei diritti di proprietà e degli obblighi contrattuali, il perseguimento dell'interesse individuale avrebbe garantito l'allocazione ottimale delle risorse disponibili a vantaggio dell'intera collettività.¹ Il corso degli eventi, infatti, contraddiceva apertamente la fiducia degli economisti neoclassici nella capacità del sistema di garantire automaticamente, al di là di frizioni di breve periodo, condizioni di equilibrio caratterizzate dalla piena occupazione dei fattori della produzione.

Spinto dall'evidenza di questa contraddizione, John Maynard Keynes elaborò una teoria economica rivoluzionaria contenuta nella sua opera più nota, la *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, pubblicata nel 1936.² Lo scopo perseguito da Keynes era di dimostrare che "i postulati della teoria classica si possono applicare soltanto ad un caso particolare e non a quello generale, poiché la situazione che essa presuppone è un caso limite delle posizioni di equilibrio possibili."³ Secondo Keynes, "le caratteristiche del caso particolare presupposto dalla teoria classica non sono quelle della società economica nella quale realmente viviamo; cosicché i suoi insegnamenti sono ingannevoli e disastrosi se si cerca di applicarli ai fatti dell'esperienza."⁴

Keynes è stato anzitutto un economista monetario. Per tutta la sua carriera accademica ha tenuto lezioni di teoria monetaria e di istituzioni monetarie a

¹ "Non è dalla benevolenza del macellaio, del birraio o del fornaio che ci aspettiamo il nostro desinare, ma dalla considerazione del loro interesse personale. Non ci rivolgiamo alla loro umanità ma al loro egoismo, e parliamo dei loro vantaggi e mai delle nostre necessità. [...] Ognuno si sforza continuamente di trovare l'impiego più vantaggioso per qualsiasi capitale di cui possa disporre. In verità egli mira al suo proprio vantaggio e non a quello della società. [...] egli mira soltanto al proprio guadagno e in questo, come in molti altri casi, egli è condotto da una mano invisibile a promuovere un fine che non entrava nelle sue intenzioni. [...] Perseguendo il proprio interesse, egli spesso promuove quello della società in modo più efficace di quanto intenda realmente promuoverlo." (Smith (1776) [1996], pp. 92, 581 e 584)

² "[...] by far the most helpful circumstance for the rapid propagation of a new and revolutionary theory is the existence of an established orthodoxy which is clearly inconsistent with the most salient facts of reality, and yet is sufficiently confident of its intellectual power to attempt to explain those facts, and in its efforts to do so exposes its incompetence in a ludicrous fashion." (Johnson (1971), p. 1).

³ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 187.

⁴ *Ibidem*.

Cambridge, restando, per lunghi anni, fedele alla versione della teoria quantitativa della moneta formulata da Marshall. Con la *Riforma monetaria* del 1923 e il *Trattato della moneta* del 1930 gli sforzi di Keynes furono diretti al chiarimento dei meccanismi e dei processi che caratterizzavano la situazione transitoria di disequilibrio nel passaggio tra uno stato di equilibrio e l'altro causato da una variazione della quantità di moneta. Ma la “*Teoria generale* segnò una brusca svolta nell’atteggiamento assunto da Keynes nei confronti della teoria quantitativa. Lì Keynes [...] [p]oneva alla teoria economica nuovi problemi, primo tra tutti la determinazione nel breve periodo del livello della domanda aggregata, e quindi dell’occupazione, in un contesto analitico che riconosceva esplicitamente come proprio oggetto d’esame un’economia capitalistica soggetta a fasi di boom e di crisi.”⁵

Nei paragrafi seguenti illustreremo sinteticamente i contenuti della *Teoria generale*. Nel capitolo successivo vedremo come le idee rivoluzionarie elaborate nell’opera più nota di Keynes siano state completamente abbandonate nel tentativo di realizzare delle sintesi tra l’approccio ‘keynesiano’ e quello di derivazione neoclassica basate sull’utilizzo degli elementi della *Teoria generale* più facilmente inseribili nel quadro d’analisi ortodosso. I contenuti della *Teoria generale* comunemente trascurati o ignorati verranno invece recuperati nella quinta parte di questo lavoro, in modo da poter definire i fondamenti di un modello teorico che consenta di leggere la crisi attraverso lenti alternative a quelle fornite dall’approccio dominante. Per meglio comprendere il significato e le implicazioni della *Teoria generale*, guarderemo ad alcuni scritti di Keynes precedenti e successivi alla pubblicazione della *Teoria generale*, all’opera di Joseph Alois Schumpeter, un altro gigante del pensiero economico della prima metà del ‘900, e ai lavori di Hyman Minsky, uno tra i più importanti *postkeynesiani* statunitensi.⁶

⁵ Minsky (1975) [2009], p. 10.

⁶ L’adozione del termine *economia postkeynesiana* viene comunemente fatta risalire a un articolo di rassegna di Alfred Eichner e Jan Kregel (*An Essay on Post-Keynesian Theory: A New Paradigm in Economics*) pubblicato nel mese di dicembre del 1975 sul *Journal of Economic Literature*. Con questa etichetta, successivamente entrata nell’uso corrente con l’apparizione, nel 1978, del primo numero del *Journal of Post Keynesian Economics*, si fa riferimento ai lavori di un gruppo eterogeneo di economisti eterodossi uniti dalla avversione per la teoria neoclassica e per le tesi degli economisti della cosiddetta sintesi neoclassica: “[...] the post Keynesian point of view may be summed up as follows. Keynes inaugurated a radical break in the way we ought to think about the workings of market, capitalist economies, yet this radicalism has been sold short in the post-war development of mainstream ‘Keynesian’ economics. The neoclassical synthesis, as embodied in textbook *IS-LM* analysis, is seen as traducing Keynes’s essential message. Post Keynesians are then in one sense ‘fundamentalists’, seeking their inspiration in Keynes’s original texts, uncontaminated by the contagion of the neoclassical revival. The charge of insufficient radicalism may, however, also be turned against Keynes himself. [...] in this attempt to push Keynes beyond himself, so to speak, the post Keynesians have enlisted the aid of other economists whose work, while intersecting with Keynes’s concerns in certain respects, had different foci and stemmed from different theoretical

2. Il principio della domanda effettiva e l'equilibrio di sottoccupazione

L'attacco di Keynes all'ortodossia 'classica' muove dalla considerazione che sin "dal tempo di Ricardo gli economisti classici hanno insegnato che l'offerta crea la propria domanda", e che come "corollario della stessa dottrina, si è supposto che ogni atto individuale di astensione dal consumo comporti necessariamente che il lavoro e le merci non più destinate a servire al consumo siano investite nella produzione di beni capitali; e che anzi tale investimento rappresenti la stessa cosa dell'atto di astensione dal consumo."⁷ Ma, secondo Keynes, coloro che "pensano in questo modo sono [...] ingannati da un'illusione ottica la quale fa sì che due attività essenzialmente diverse sembrino la stessa cosa. Essi suppongono erroneamente che vi sia un nesso che unisca le decisioni di astenersi dal consumo presente con le decisioni di provvedere al consumo futuro, laddove i moventi delle seconde non sono affatto legati in modo semplice ai moventi delle prime."⁸

Per scardinare il modello ortodosso, Keynes sviluppa una teoria di determinazione del reddito che implica il rovesciamento della legge di Say. Keynes, infatti, mostra che la domanda aggregata non coincide con ogni valore dell'offerta aggregata, ma con uno solo di essa. Per Keynes, gli sbocchi di mercato sono limitati ed è ogni domanda a creare la propria offerta e non viceversa.

Nel terzo capitolo della *Teoria generale* Keynes enuncia il *principio della domanda effettiva* partendo dalla seguente definizione della funzione di offerta aggregata:

Se chiamiamo Z il prezzo complessivo di offerta della quantità di prodotto derivante dall'occupazione di N lavoratori, la relazione fra Z e N è espressa dalla funzione $Z = \varphi(N)$, che può chiamarsi *funzione di offerta aggregata*. [...] il prezzo complessivo di offerta della produzione ottenuta con un dato volume di occupazione è l'aspettativa del ricavo che renda appena conveniente agli imprenditori offrire quella occupazione.⁹

La funzione di offerta aggregata (il 'prezzo complessivo di offerta') quindi dipende dai costi che devono sostenere le imprese. La domanda aggregata, invece, dipende

traditions: Kalecki, Sraffa, and – from even further afield – Ricardo and Marx. Fundamentalism, in the sense of a return to the authentic Keynes, is therefore modified, among the post Keynesians by a wish to develop the radical elements in Keynes and to discard the conservative" (Cottrell (1994), p. 588). I postkeynesiani si considerano dunque gli autentici depositari del credo keynesiano, arrivando a definire 'keynesiani bastardi' gli esponenti della macroeconomia ortodossa della sintesi neoclassica (Robinson 1974). Un esame dettagliato dei diversi filoni di letteratura che danno vita al pensiero economico postkeynesiano si trova in King J. E. (2003). Per una analisi sintetica, si veda invece Harcourt (1987).

⁷ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], pp. 202-203.

⁸ *Ibidem*, p. 205.

⁹ *Ibidem*, pp. 208-209

dalle aspettative di ricavo degli imprenditori corrispondenti a ciascun livello di occupazione ipotizzabile:

[...] se si chiama D il ricavo che gli imprenditori prevedono di conseguire mediante l'occupazione di N lavoratori, la relazione tra D e N sarà espressa dalla funzione $D = f(N)$, che può chiamarsi funzione di domanda aggregata.¹⁰

Keynes conclude che, date le condizioni di offerta nel breve periodo, il livello dell'occupazione è determinato dalla funzione di domanda aggregata:

[...] in un dato stato della tecnica, delle risorse e del costo dei fattori per unità di occupazione, il volume di occupazione, sia in ciascuna impresa singola o in ciascun settore produttivo, sia nel complesso, dipende dall'ammontare del ricavo che gli imprenditori prevedono di ottenere dalla produzione corrispondente; infatti gli imprenditori cercheranno di fissare il volume dell'occupazione a quel livello che rende massima, nelle loro previsioni, l'eccedenza del ricavo sul costo dei fattori. [...] Quindi il volume di occupazione è dato dal punto di intersezione fra la funzione di domanda aggregata e la funzione di offerta aggregata, giacché a quel punto saranno rese massime le previsioni di profitti da parte degli imprenditori. Chiameremo *domanda effettiva* il valore di D nel punto della funzione di domanda aggregata nel quale questa è intersecata dalla funzione di offerta aggregata.¹¹

Considerando la funzione inversa della funzione di offerta aggregata (del 'prezzo complessivo di offerta'), possiamo scrivere

$$N = \varphi^{-1}(Z).^{12}$$

Tenendo conto del punto di intersezione tra le curve di offerta e di domanda aggregata quindi otteniamo una espressione funzionale in cui il livello di occupazione dipende da quello della domanda aggregata:

$$N = \varphi^{-1}(D).$$

Nella *Teoria generale* Keynes fa riferimento a una economia chiusa in cui la domanda aggregata è composta dalla spesa per beni di consumo e per beni di investimento. Pertanto, egli riassume la sua teoria dell'occupazione nel modo seguente:

La psicologia della collettività è tale che quando aumenta il reddito reale complessivo, aumenta il consumo complessivo, ma non tanto quanto il reddito. [...] Per mantenere un dato volume di occupazione, occorre quindi che sia realizzato un volume di investimento corrente, sufficiente ad assorbire

¹⁰ *Ibidem*, p. 209.

¹¹ *Ibidem*, 208-210.

¹² *Ibidem*, p. 471.

l'eccedenza della produzione totale sull'importo che la collettività decide di consumare quando l'occupazione è al livello dato. In mancanza di questo ammontare di investimento, i ricavi degli imprenditori saranno inferiori a quanto è necessario per indurli ad offrire quel dato volume di occupazione. Ne segue quindi che, data quella che chiameremo la propensione al consumo della collettività, il livello di equilibrio dell'occupazione [...] dipenderà dall'ammontare dell'investimento corrente. L'ammontare dell'investimento corrente dipenderà a sua volta da quello che chiameremo l'incentivo ad investire, e vedremo che l'incentivo ad investire dipende dalla relazione fra la scheda dell'efficienza marginale del capitale e l'insieme dei tassi di interesse su prestiti di scadenze e rischi diversi.¹³

Nel mondo descritto dalla ortodossia neoclassica il prezzo o ricavo complessivo di domanda D si adegua sempre al prezzo complessivo di offerta Z in corrispondenza di qualunque valore di N . Di conseguenza, "la concorrenza tra gli imprenditori porterebbe sempre ad un'espansione dell'occupazione fino al punto in cui l'offerta complessiva di prodotto cessa di essere elastica, cioè al punto in cui un aumento ulteriore del valore della domanda effettiva non è più accompagnato da un aumento della produzione. Evidentemente questa situazione equivale alla piena occupazione. [...] Così la legge di Say, che il prezzo globale di domanda della produzione nel suo insieme è uguale al suo prezzo globale di offerta per qualsiasi volume di produzione, equivale alla proposizione che non vi è alcun ostacolo alla piena occupazione."¹⁴ In altri termini, dato lo stock di capitale, lo stato della tecnica e le preferenze individuali, il livello della produzione è sempre determinato in funzione dell'equilibrio determinato dall'incontro tra la domanda e l'offerta sul mercato del lavoro.

Per Keynes, invece, l'equilibrio di piena occupazione postulato dalla legge di Say rappresenta soltanto un caso particolare della sua teoria *più* generale:

[...] data la propensione al consumo e dati il flusso dei nuovi investimenti [...] esisterà un solo livello di occupazione compatibile con l'equilibrio; qualsiasi altro livello condurrà a una disuguaglianza fra il prezzo complessivo di offerta della produzione nel suo insieme e il suo prezzo complessivo di domanda. [...] Ma in generale non vi è ragione di attendersi che sia uguale alla piena occupazione: soltanto in un caso particolare la domanda effettiva è associata con la piena occupazione; esso si verifica soltanto quando [...], deliberatamente o no, l'investimento corrente crea una domanda di ammontare esattamente uguale all'eccedenza del prezzo complessivo di offerta della produzione risultante dalla piena occupazione, su ciò che la collettività decide di spendere in consumi quando è pienamente occupata.¹⁵

¹³ *Ibidem*, pp. 211-212.

¹⁴ *Ibidem*, pp. 210-211.

¹⁵ *Ibidem*, p. 212.

L'analisi di Keynes implica che la domanda di lavoro non venga determinata in corrispondenza del salario reale di equilibrio per il mercato del lavoro, bensì dalla condizione di equilibrio sul mercato dei beni. Infatti, l'equilibrio sul mercato dei beni definito in funzione del livello della domanda aggregata determina il numero di lavoratori occupati e, quindi, la produttività marginale del lavoro e il livello del salario reale:

[...] il volume dell'occupazione non è determinato dalla disutilità marginale del lavoro misurata in termini di salari reali, salvo per il fatto che l'offerta di lavoro disponibile ad un dato salario reale pone un livello *massimo* all'occupazione. La propensione al consumo e il flusso dei nuovi investimenti (quantità per unità di tempo) determinano assieme il volume dell'occupazione [...]; [...] Per ogni valore di N esiste una corrispondente produttività marginale del lavoro [...] ed è questa che determina il salario reale. [...] Se la propensione al consumo e il flusso dei nuovi investimenti sono tali da creare una domanda effettiva insufficiente, il livello effettivo dell'occupazione non raggiungerà l'offerta di lavoro potenzialmente disponibile al salario reale vigente [...].¹⁶

Pertanto, il principio della domanda effettiva prefigura la possibilità che il sistema sia caratterizzato da *equilibri di sottoccupazione* dovuti a carenza di domanda aggregata:

Quest'analisi ci offre una spiegazione del paradosso della povertà in mezzo all'abbondanza: basta infatti un'insufficienza della domanda effettiva perché l'incremento dell'occupazione possa essere arrestato – e spesso lo sia – *prima* di raggiungere un livello di piena occupazione. L'insufficienza della domanda effettiva ostacolerà il processo della produzione, malgrado che il prodotto marginale del lavoro superi ancora in valore la disutilità marginale dell'occupazione. [...] la popolazione, in generale, non compie tutto il lavoro che sarebbe disposta a compiere sulla base dei salari correnti; bisogna infatti riconoscere che di regola sarebbe offerto maggior lavoro, al salario monetario esistente, se venisse domandato.¹⁷

Le considerazioni precedenti sono illustrate nella figura 17. Come si può notare, nella parte superiore della figura, la retta a 45° che esce dall'origine rappresenta tutte le situazioni di equilibrio per il mercato dei beni, ovvero le combinazioni di punti sul piano in cui l'offerta aggregata e la domanda aggregata, entrambe espresse in funzione del numero di lavoratori occupati (N), sono tra loro uguali. In particolare, sono indicate tre situazioni di equilibrio corrispondenti a differenti livelli occupazionali determinati in relazione alla posizione assunta sul piano da tre diverse curve di domanda aggregata. Data la propensione al consumo della collettività, la posizione sul piano delle curve di domanda aggregata D_1 , D_2 e D^* dipende da volumi

¹⁶ *Ibidem*, pp. 213-215.

¹⁷ *Ibidem*, p. 215.

crescenti della spesa per beni di investimento. Definito l'equilibrio sul mercato dei beni, nella parte inferiore della figura 17 il livello del salario reale vigente è determinato in funzione della produttività marginale del lavoro.

All'equilibrio di piena occupazione sul mercato dei beni corrisponde l'ipotetico equilibrio di piena occupazione sul mercato del lavoro definito dalla tradizione 'classica'. Keynes sottolinea che la teoria 'classica' dell'occupazione si fonda su due postulati:

I. Il salario è uguale al prodotto marginale del lavoro. [...] II. L'utilità del salario, per un dato ammontare di lavoro occupato è uguale alla disutilità marginale di quell'ammontare di occupazione. [...] il volume dell'occupazione è pienamente determinato dai due postulati. Il primo ci dà la scheda di domanda per l'occupazione, il secondo la scheda di offerta; e il volume dell'occupazione è determinato dal punto in cui l'utilità del prodotto marginale diventa uguale alla disutilità dell'occupazione marginale.¹⁸

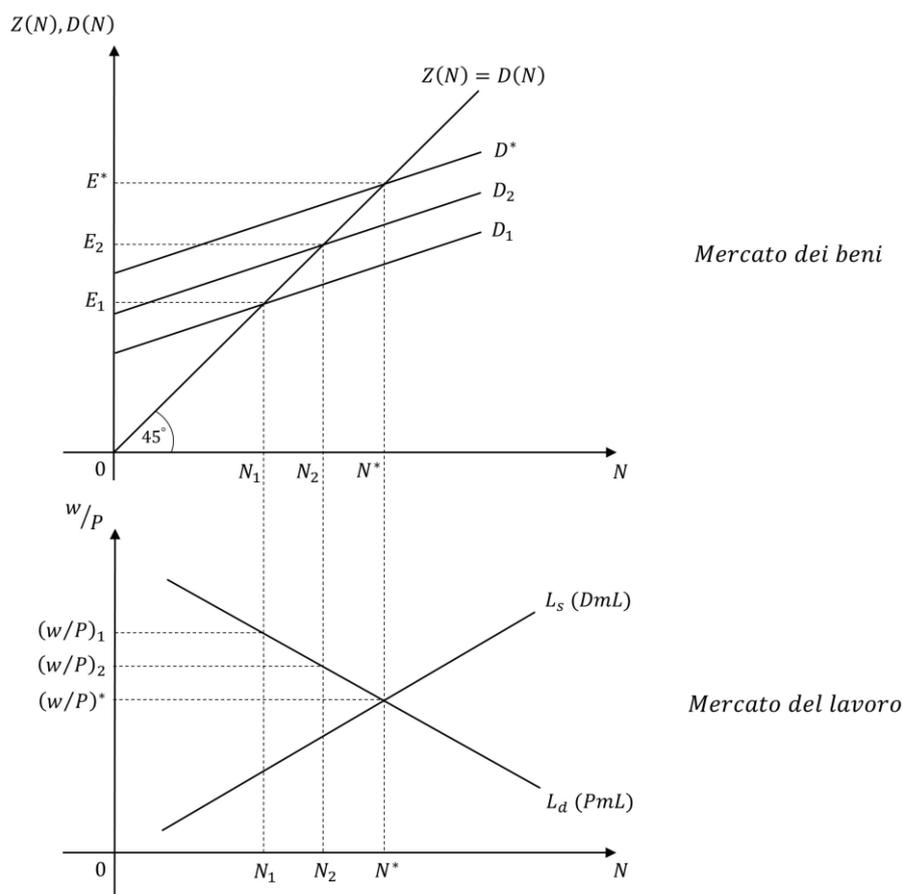


Figura 17 – Il principio della domanda effettiva e la determinazione dell'occupazione e del salario d'equilibrio nella *Teoria generale*

¹⁸ *Ibidem*, 189-191.

L'equilibrio di piena occupazione 'classico' "è compatibile con la disoccupazione cosiddetta «frizionale». Infatti, se lo si interpreta con realismo, esso consente di tener conto di varie imperfezioni di aggiustamento che ostacolano un'occupazione piena e continua. [...] Ed oltre che con la disoccupazione «frizionale» [esso] è compatibile anche con la disoccupazione «volontaria» dovuta al rifiuto o all'incapacità di un singolo lavoratore [...] di accettare una remunerazione corrispondente al valore del prodotto attribuibile alla sua produttività marginale."¹⁹

Tuttavia, l'equilibrio di piena occupazione 'classico' non prevede la possibilità che si manifestino fenomeni di 'disoccupazione involontaria'. Per Keynes:

*Si ha disoccupazione involontaria quando, nel caso di un piccolo aumento del prezzo delle merci-salario rispetto al salario monetario, sia l'offerta complessiva di lavoro da parte di lavoratori disposti a lavorare al salario monetario corrente, sia la domanda complessiva di lavoro a quel salario sarebbero maggiori del volume di occupazione esistente.*²⁰

In altri termini, la disoccupazione involontaria è una situazione caratterizzata dall'esistenza di una quota di lavoratori comunque disposta a lavorare per un salario reale inferiore a quello associato all'uguaglianza tra la produttività marginale e la disutilità marginale del lavoro. Soltanto in questo caso, infatti, all'aumento dell'offerta di posti di lavoro conseguente alla diminuzione del salario reale corrisponde un aumento effettivo dell'occupazione.

Keynes sottolinea come per la scuola 'classica' la responsabilità per l'esistenza della disoccupazione involontaria debba essere attribuita ai lavoratori:

La teoria 'classica' ha [...] generalmente fondato il supposto carattere autoriequilibratore del sistema economico sull'ipotesi di flessibilità dei salari monetari; e, nel caso di salari rigidi, ha attribuito a questa rigidità la responsabilità dello squilibrio.²¹ [...] la domanda di lavoro al salario monetario esistente può essere soddisfatta prima che siano occupati tutti coloro che sono disposti a lavorare a quel salario, [ma] questa situazione è dovuta ad un accordo palese o tacito fra i lavoratori a non lavorare per meno; e [...] se i lavoratori nel loro insieme fossero disposti ad accettare una riduzione dei salari monetari, sarebbe possibile un'occupazione più larga. Se ciò si verifica, la disoccupazione benché apparentemente involontaria, non è tale a rigore, e dovrebbe essere compresa nella categoria [...] di disoccupazione «volontaria» dovuta agli effetti della contrattazione collettiva, ecc.²²

¹⁹ *Ibidem*, p. 190.

²⁰ *Ibidem*, p. 199.

²¹ *Ibidem*, p. 448.

²² *Ibidem*, pp. 191-192.

A giudizio di Keynes, non è però credibile imputare la disoccupazione di massa osservata durante la Grande depressione a rigidità riferibili al comportamento dei lavoratori:

[...] non è chiaramente sostenuta dai fatti l'opinione che la disoccupazione che caratterizza uno stato di depressione sia dovuta al rifiuto da parte dei lavoratori di accettare una riduzione dei salari monetari. Non è molto plausibile asserire che la disoccupazione negli Stati Uniti nel 1932 fosse dovuta al rifiuto ostinato da parte dei lavoratori di accettare una riduzione dei salari monetari, oppure alla domanda ostinata di un salario monetario superiore a quello che la produttività del sistema economico era in grado di fornire. Si verificano ampie variazioni del volume dell'occupazione senza alcun cambiamento visibile delle richieste reali minime dei lavoratori o della produttività del lavoro. I lavoratori non sono affatto più esigenti nella depressione che nella prosperità, al contrario; né la produttività fisica del lavoro è inferiore.²³

Keynes nega la validità del secondo postulato della teoria 'classica' dell'occupazione, affermando che i salari monetari sono rigidi verso il basso perché i sindacati difendono i salari relativi dei lavoratori che rappresentano. Tuttavia, non gli si può imputare di ostacolare l'aumento dell'occupazione, perché, salvo casi estremi, essi non si oppongono a una caduta del salario reale legata a un aumento del livello generale dei prezzi:

[...] la lotta per i salari monetari influisce principalmente sulla *distribuzione* del salario reale complessivo fra i diversi gruppi di lavoratori, e non sul suo ammontare medio per unità lavorativa; [...] Una coalizione da parte di un gruppo di lavoratori ha l'effetto di difendere il loro salario reale *relativo*. Il livello *generale* dei salari reali dipende dalle altre forze del sistema economico. È quindi una fortuna che i lavoratori, per quanto inconsciamente, siano per istinto economisti più razionali di quelli della scuola classica, in quanto oppongono resistenza a riduzioni di salari monetari, che non sono mai o quasi mai di carattere generale, anche se l'equivalente reale di tali salari superi la disutilità marginale dell'occupazione esistente; mentre non oppongono resistenza a riduzioni dei salari reali, che siano connesse con aumenti dell'occupazione complessiva e lascino invariati i salari monetari relativi, salvo quando la riduzione giunga ad un punto tale da minacciare una riduzione del salario reale al di sotto della disutilità marginale del volume di occupazione esistente.²⁴ Ogni

²³ *Ibidem*, p. 193.

²⁴ “[...] *N* non [può] superare il valore per il quale il salario reale si riduce all'uguaglianza con la disutilità marginale del lavoro. Ciò significa che non tutte le variazioni di *D* sono compatibili col nostro presupposto [...] che i salari monetari siano costanti.” (*Ibidem*, p. 213). In altre parole, quando i prezzi diminuiscono sino al punto in cui il mercato del lavoro è caratterizzato da un livello del salario reale tale che si determina una situazione di eccesso di domanda sull'offerta di lavoro, i salari monetari sono flessibili verso l'alto, perché i lavoratori sono indotti a chiedere aumenti del salario nominale che compensino il divario tra la disutilità marginale del lavoro e la produttività marginale del lavoro misurato in corrispondenza della domanda di lavoro espressa dalle imprese.

sindacato di lavoratori opporrà qualche resistenza ad una riduzione dei salari monetari, per quanto piccola questa sia. Ma a nessun sindacato verrà in mente di mettersi in sciopero ogni qual volta si verifichi un aumento del costo della vita; e quindi essi non creano quell'ostacolo ad ogni aumento dell'occupazione complessiva che è loro attribuito dalla scuola classica.²⁵

Keynes invece accetta il primo postulato della teoria 'classica' dell'occupazione:

Nel mettere in evidenza il nostro dissenso dal sistema classico, non dobbiamo trascurare un punto importante di accordo. Noi sosteniamo infatti il primo postulato [...] della teoria classica; e dobbiamo fermarci un momento a considerare ciò che ne deriva. Esso significa che, in una data organizzazione e con una dotazione data di capitali e una data tecnica, i salari reali e il volume della produzione (e quindi dell'occupazione) sono univocamente connessi, cosicché in generale non può verificarsi un aumento dell'occupazione se non insieme con una discesa del saggio dei salari reali. Quindi non metto in dubbio questo fatto essenziale, che gli economisti classici hanno a giusto titolo dichiarato incontrovertibile. In una data situazione dell'organizzazione, del capitale e della tecnica, il salario reale guadagnato dall'unità lavorativa ha una correlazione univoca, e inversa, col volume dell'occupazione. Così, in periodi brevi, *se* l'occupazione aumenta, la remunerazione unitaria del lavoro in termini di merci-salario deve generalmente diminuire [...]. Questo è semplicemente l'inverso della comune proposizione che l'industria lavora normalmente in regime di produttività decrescente in periodi brevi, nei quali il capitale ecc. si suppone costante; cosicché il prodotto marginale nelle industrie produttrici merci-salario (il quale governa i salari reali) necessariamente diminuisce col crescere dell'occupazione. Infatti, fin quando vale questa proposizione, *qualsiasi* modo di aumentare l'occupazione deve provocare al tempo stesso una diminuzione del prodotto marginale e quindi del tasso di salari misurato in termini di questo prodotto.²⁶

Hyman Minsky sottolinea che la descrizione del funzionamento del mercato del lavoro fornita da Keynes implica l'utilizzo dell'apparato concettuale della funzione di produzione aggregata non già per la definizione del livello dell'occupazione, ma per "stabilire il livello dei prezzi associato a ciascun saggio di salario monetario e per determinare il modo in cui il livello dei prezzi vari al variare dell'occupazione, dato un certo saggio di salario."²⁷

Per illustrare questa conclusione, Minsky (1975 [2009], pp. 55-56) impiega la seguente funzione aggregata della produzione:

$$O = \Theta(K, N),$$

²⁵ *Ibidem*, pp. 198-199.

²⁶ *Ibidem*, pp. 201-202.

²⁷ Minsky (1975) [2009], p. 56.

ipotizzando che lo stock di capitale sia dato nel breve periodo (\bar{K}) e che la produttività marginale del lavoro sia positiva, ma decrescente all'aumentare dell'occupazione. Dalla condizione di massimizzazione del profitto di un'impresa operante in condizioni di concorrenza perfetta deriva che, dato un certo saggio di salario monetario (W_0) fissato attraverso la contrattazione collettiva, il ricavo marginale deve uguagliare il costo marginale. Pertanto, da

$$P(d\Theta/dN) = W_0,$$

segue

$$\frac{W_0}{P} = (d\Theta/dN),$$

ovvero

$$P = \frac{W_0}{(d\Theta/dN)}.$$

L'analisi di Keynes quindi sottintende che la funzione di domanda di lavoro coincida con la curva della produttività marginale del lavoro riportata nella parte bassa della figura 17. Inoltre, Minsky osserva che, sotto le ipotesi di cui sopra, "la produttività marginale del lavoro [...] diminuisce all'aumentare dell'occupazione cosicché, fissato un dato saggio di salario, il livello dei prezzi aumenta all'aumentare dell'occupazione. In tal modo il salario reale dei lavoratori occupati diminuisce all'aumentare dell'occupazione, anche se i salari monetari rimangono inalterati."²⁸

Dall'esame dei meccanismi di funzionamento del mercato del lavoro condotto da Keynes nella *Teoria generale* segue che "l'idea classica, secondo la quale il livello dei prezzi è determinato dall'offerta di moneta, non è né precisa né attendibile."²⁹ Infatti:

Nella formulazione di Keynes il fattore determinante immediato del livello dei prezzi è il comportamento del mercato del lavoro, che stabilisce l'ammontare di W_0 . Pur ammettendo che queste affermazioni non contraddicono l'idea di fondo della teoria quantitativa della moneta [...] l'analisi di Keynes attribuisce a questa relazione tra prezzi e moneta solo un valore condizionale: un aumento della quantità di moneta agisce sul livello dei prezzi in tanto in quanto agisce sul mercato del lavoro. Il comportamento di quest'ultimo diventa così il circuito attraverso il quale le variazioni monetarie agiscono sulle variazioni del livello dei prezzi. Per di più, nella misura in cui le condizioni del mercato del lavoro possono comportare variazioni nei salari monetari indipendentemente da cambiamenti dell'offerta di moneta, le variazioni del livello dei prezzi sono indipendenti da quei cambiamenti.³⁰

²⁸ *Ibidem*, p. 58.

²⁹ *Ibidem*, pp. 57-58.

³⁰ *Ibidem*, p. 57.

3. I fattori determinanti la domanda effettiva, il moltiplicatore degli investimenti e il paradosso del risparmio

Nella tradizione quantitativista l'analisi relativa alla spesa aggregata pone l'accento sulla quantità di moneta che finanzia le transazioni. Nella *Teoria generale*, invece, Keynes sposta l'attenzione sulle singole componenti della domanda aggregata e sulle loro determinanti. In particolare, mentre nella visione 'classica' l'applicabilità della legge di Say implica l'esistenza di una sola categoria di spesa, quella corrispondente ai redditi percepiti dai fattori della produzione, nella *Teoria generale* Keynes individua due distinte componenti della spesa aggregata:

- i consumi aggregati (D_1), che continuano a dipendere dal livello del reddito e, quindi, dal livello dell'occupazione, e
- gli investimenti aggregati (D_2), invece considerati autonomi rispetto ai livelli del reddito e dell'occupazione.

La quantità di lavoratori N che gli imprenditori decidono di occupare dipende dalla somma (D) di *due* quantità: la spesa prevedibile D_1 della collettività in consumi e il prevedibile ammontare D_2 che essa destinerà a nuovi investimenti. D è la quantità che [...] si è chiamata *domanda effettiva*. [...] il consumo dipenderà dal livello del reddito complessivo e quindi dal livello di occupazione N [...]. Poiché $D_1 + D_2 = D = \varphi(N)$, dove φ è la funzione di offerta complessiva, e poiché come abbiamo visto [...] D_1 è una funzione di N che possiamo scrivere $\chi(N)$, [...] ne deriva che $\varphi(N) - \chi(N) = D_2$.³¹

3.1. La funzione del consumo

Keynes ha dedicato il Libro III della *Teoria generale* allo studio dei "fattori che determinano l'importo che sarà speso in consumi quando l'occupazione è al livello dato."³²

Egli inizia l'esame della funzione del consumo specificando la relazione tra consumo e numero di lavoratori occupati in termini di unità di salario:

Siccome cerchiamo [...] di determinare quale importo sarà speso in consumi quando l'occupazione è al livello dato, dovremmo a rigore, considerare la funzione che esprime la relazione fra la prima quantità (C) e la seconda (N). Tuttavia conviene operare in termini di una funzione lievemente diversa, e cioè la funzione che esprime la relazione fra il consumo in termini di unità di salario (C_w) e il reddito in termini di unità di salario (Y_w) corrispondente al livello N di occupazione.³³

³¹ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 213.

³² *Ibidem*, p. 276.

³³ *Ibidem*.

Successivamente, Keynes definisce le fondamenta teoriche della funzione del consumo nel modo seguente:

La legge psicologica fondamentale, sulla quale siamo autorizzati a basarci con grande fiducia, sia a *priori* per la nostra conoscenza della natura umana, sia per i fatti particolareggiati dell'esperienza, è che, di norma e in media, gli uomini sono disposti ad accrescere il loro consumo con l'aumentare del reddito, ma non tanto quanto l'aumento del loro reddito. Ossia se C_w è l'ammontare del consumo e Y_w è il reddito (entrambi misurati in unità di salario), ΔC_w ha lo stesso segno di ΔY_w ma è inferiore, ossia dC_w/dY_w è positiva e inferiore all'unità.³⁴

Definita la forma funzionale della propensione marginale al consumo, Keynes esamina una serie di fattori oggettivi e di fattori soggettivi che ne possono influenzare il livello, sottolineando come, a suo giudizio, le “caratteristiche psicologiche della natura umana e le consuetudini e istituzioni sociali [...], pur non essendo immutabili, raramente mostrano mutamenti rilevanti nel corso di un periodo di tempo breve, salvo che in circostanze anormali o rivoluzionarie.” Pertanto egli assume i fattori soggettivi come dati.

Per quanto riguarda i fattori oggettivi, egli prende in considerazione variazioni nel valore assoluto del reddito, affermando che “la *quota* di reddito che viene risparmiata aumenterà di norma col crescere del reddito reale.”³⁵ Inoltre, secondo Keynes, il “consumo della classe possidente può essere estremamente sensibile a variazioni impreviste del valore monetario della ricchezza posseduta,”³⁶ e anche le variazioni del tasso di interesse incidono sulla propensione al consumo principalmente in relazione a un ‘effetto ricchezza’: “A lungo andare, variazioni considerevoli del tasso di interesse tendono probabilmente a modificare in larga misura le consuetudini sociali, influenzando quindi sulla propensione a spendere, [...] Non è invece probabile che le consuete variazioni a breve andare del tasso di interesse abbiano molta influenza diretta sulla spesa, sia in senso positivo che in senso negativo. [...] Forse l'influsso principale, esercitato da variazioni del tasso di interesse sulla disposizione a spendere da un dato reddito, dipende dagli effetti di queste variazioni sull'apprezzamento e il deprezzamento di titoli e altre attività.”³⁷

Ma, in termini generali, “la propensione al consumo può essere considerata una funzione abbastanza stabile”³⁸ del reddito complessivo:

³⁴ *Ibidem*, p. 182.

³⁵ *Ibidem*, p. 283.

³⁶ *Ibidem*, p. 278.

³⁷ *Ibidem*, pp. 279-280.

³⁸ *Ibidem*, p. 281.

Variazioni accidentali dei valori capitali potranno variare la propensione al consumo, e variazioni considerevoli del tasso di interesse e della politica fiscale possono provocare qualche differenza; ma gli altri fattori oggettivi che influiscono su di essa, pur non dovendo essere trascurati, probabilmente non sono rilevanti in circostanze ordinarie. [...] il reddito complessivo misurato in termini di unità di salario è di norma la variabile principale dalla quale dipenderà l'elemento consumo della funzione di domanda aggregata.³⁹

L'analisi della funzione del consumo condotta nella *Teoria generale* implica che non solo i consumi, ma anche i risparmi varino a seguito di variazioni del reddito, piuttosto che in conseguenza di variazioni del tasso di interesse, come invece avviene nel mondo descritto dalla teoria 'classica'. Keynes infatti conclude che, per effetto della 'legge psicologica fondamentale' di qualsiasi collettività moderna, "quando il suo reddito reale aumenta, essa non aumenterà il suo consumo per un eguale ammontare assoluto, cosicché sarà risparmiato un ammontare assoluto maggiore, salvo che nello stesso tempo si verifichi una variazione ampia e inconsueta in altri fattori."⁴⁰

3.2. La funzione degli investimenti

Nello schema della *Teoria generale*, la funzione del consumo rappresenta la "componente passiva, cioè predeterminata della domanda aggregata."⁴¹ Essa "non è null'altro [...] che lo scheletro inerte della macroeconomia, scheletro che d'altronde condiziona la reazione del sistema economico agli stimoli esterni." Infatti, "una volta compreso il meccanismo del consumo, [è] possibile conoscere, in termini quantitativi, gli effetti di variazioni dei fattori determinanti, vale a dire investimenti e spesa pubblica."⁴²

Nella *Teoria generale*, Keynes astrae dalla considerazione esplicita della spesa pubblica come componente della domanda aggregata. Ma poiché "l'occupazione nel settore degli investimenti è di primaria importanza, mentre quella nel settore dei beni di consumo ha un carattere secondario, non autonomo," nel Libro IV, egli dedica una cospicua parte della sua analisi ai fattori che determinano l'incentivo a investire.

Keynes apre il Capitolo 11 della *Teoria generale* illustrando le caratteristiche della scheda di domanda di investimento. A tal fine, egli definisce anzitutto il concetto di *efficienza marginale del capitale*:

³⁹ *Ibidem*, pp. 281-282.

⁴⁰ *Ibidem*, p. 283.

⁴¹ Minsky (1975) [2009], p. 36.

⁴² *Ibidem*, p. 41.

Quando una persona acquista un investimento o un capitale, acquista il diritto alla serie di ricavi futuri che si aspetta di ottenere dalla vendita del suo prodotto, dedotte le spese correnti per ottenere tale prodotto, durante la vita di quel capitale. Chiameremo *reddito prospettico* dell'investimento questa serie di annualità Q_1, Q_2, \dots, Q_n . In contrapposto al reddito prospettico dell'investimento abbiamo il *prezzo di offerta* di quel capitale, intendendo con ciò [...] il minimo prezzo sufficiente ad indurre un produttore a produrre una nuova unità aggiuntiva di tale capitale [...]. La relazione tra il reddito prospettico di [una unità aggiuntiva di un] tipo di capitale e il costo di produzione di quell'unità ci dà l'*efficienza marginale del capitale* di quel tipo. Più precisamente, definisco efficienza marginale del capitale quel tasso di sconto al quale il valore attuale della serie di annualità, rappresentate dai rendimenti attesi dal capitale durante la sua vita, eguaglia esattamente il prezzo di offerta del capitale medesimo.⁴³

In termini algebrici:

$$P_s = \frac{Q_1}{(1+r^*)} + \frac{Q_2}{(1+r^*)^2} + \dots + \frac{Q_n}{(1+r^*)^n},$$

ove r^* è l'efficienza marginale del capitale.

All'aumentare dell'investimento, l'efficienza marginale del capitale è destinata a diminuire:

Se vi è un aumento dell'investimento in un qualsiasi tipo di capitale in un qualsiasi periodo di tempo, l'efficienza marginale di quel tipo di capitale diminuirà con l'aumentare dell'investimento in quel tipo, in parte perché il rendimento prospettico discenderà con l'aumentare dell'offerta di quel tipo di capitale, e in parte perché di regola una pressione sulle possibilità di produzione di quel tipo di capitale ne provocherà un aumento del prezzo di offerta.⁴⁴

Sulla base di queste considerazioni è quindi possibile costruire una scheda di domanda dell'investimento aggregata:

[...] per ciascun tipo di capitale possiamo costruire una scheda che indichi di quanto dovrà aumentare nel periodo considerato l'investimento in tal tipo affinché la sua efficienza marginale discenda ad un dato valore. Possiamo poi sommare insieme queste schede per tutti i diversi tipi di capitale, in modo da ottenerne una che indichi la relazione fra il tasso dell'investimento aggregato e l'efficienza marginale del capitale in generale che deriverà da quel tasso di investimento. Chiameremo questa scheda, scheda di domanda dell'investimento, oppure scheda dell'efficienza marginale del capitale.⁴⁵

⁴³ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 321.

⁴⁴ *Ibidem*, p. 322.

⁴⁵ *Ibidem*.

Dati la scheda di domanda dell'investimento e il tasso di interesse di mercato corrente, Keynes individua due criteri per l'individuazione del volume di investimenti corrente:

[...] l'ammontare effettivo dell'investimento sarà spinto fino [...] a quel punto nella scheda di domanda dell'investimento, al quale l'efficienza marginale del capitale in generale è uguale al tasso di interesse del mercato. La stessa cosa può anche esprimersi come segue. Se Q_r è il rendimento prospettico da un dato capitale nel tempo r , e se d_r è il valore attuale, al tasso di interesse corrente, di un'unità monetaria pagabile fra r anni, $\sum Q_r d_r$ è il prezzo di domanda dell'investimento; e l'investimento sarà condotto fino al punto in cui $\sum Q_r d_r$ diventa uguale al prezzo di offerta dell'investimento, definito come sopra.⁴⁶

Keynes quindi conclude che “l'incentivo ad investire dipende in parte dalla scheda di domanda dell'investimento e in parte dal tasso di interesse.”⁴⁷

Nel Capitolo 12 della *Teoria generale*, Keynes sottolinea che, a parità di tasso di interesse, le variazioni degli investimenti dipendono dai fattori che determinano il rendimento prospettico di un capitale, e che le aspettative di rendimenti futuri si basano “in parte [su] fatti esistenti, che possiamo ammettere in modo più o meno certo, e in parte [su] eventi futuri, che possono soltanto prevedersi con maggiore o minore attendibilità.”⁴⁸ Keynes attribuisce un peso determinante allo stato dell'aspettativa psicologica riguardante gli eventi futuri incerti definendolo ‘stato dell'aspettativa a lungo termine’, e stigmatizzando l'errore di considerare “l'efficienza marginale del capitale soprattutto in termini del rendimento *corrente* dei beni capitali – la qual cosa sarebbe corretta soltanto in condizioni statiche, quando non c'è un futuro variabile che influisce sul presente.”⁴⁹

Per Keynes, l'impatto di eventi futuri incerti sulle decisioni di investimento non è quantificabile in termini probabilistici:

[...] lo stato dell'aspettativa a lungo termine, sul quale sono basate le nostre decisioni, non dipende soltanto dalle previsioni più probabili che siamo capaci di fare. Dipende anche dalla *fiducia* [...] che le nostre previsioni migliori non si dimostrino del tutto errate. [...] Il fatto più importante è la precarietà estrema

⁴⁶ *Ibidem*, pp. 322-323.

⁴⁷ *Ibidem*, p. 323.

⁴⁸ *Ibidem*, p. 333. “Fra i primi, possono menzionarsi la consistenza esistente di vari tipi di attività capitali e dei capitali in generale, e l'intensità della domanda esistente da parte dei consumatori per merci la cui produzione efficiente richieda una quantità relativamente alta di capitale. I secondi comprendono le variazioni future della consistenza dei capitali, in qualità e quantità, dei gusti dei consumatori e dell'intensità della domanda effettiva col passare del tempo durante la vita dell'investimento considerato, e le variazioni dell'unità di salario in termini di moneta che si possono verificare durante la vita dell'investimento medesimo.” (*Ibidem*)

⁴⁹ *Ibidem*, pp. 331-332.

della base di cognizioni su cui devono venir compiute le nostre stime dei rendimenti prospettici. La nostra conoscenza dei fattori che governeranno il rendimento di un investimento fra alcuni anni è di solito assai scarsa e spesso trascurabile. Parlando francamente, dobbiamo ammettere che la base delle nostre conoscenze per stimare il rendimento che una ferrovia, una miniera di rame, uno stabilimento di tessitura, una specialità medicinale, un transatlantico, o un edificio nella city di Londra daranno fra dieci anni, o anche soltanto fra cinque anni, è scarsa e talvolta evanescente. [...] una larga parte delle nostre attività positive dipende da un ottimismo spontaneo piuttosto che da un'aspettativa in termini matematici [...]. La maggior parte, forse, delle nostre decisioni di fare qualcosa di positivo, le cui conseguenze si potranno valutare pienamente soltanto a distanza di parecchi giorni, si possono considerare soltanto come risultato di «slanci vitali» (*animal spirits*), di uno stimolo spontaneo all'azione invece che all'inazione, e non come risultato di una media ponderata di vantaggi quantitativi, moltiplicati per probabilità quantitative. [...] l'intraprendenza economica [...] non è basata su un calcolo preciso di vantaggi futuri molto più di quanto lo sia una spedizione al Polo Sud. [...] l'intraprendenza individuale sarà adeguata soltanto quando il calcolo ragionevole venga integrato e sostenuto dagli slanci vitali, cosicché il pensiero della perdita definitiva dalla quale spesso i pionieri sono sopraffatti [...] venga messo da parte, allo stesso modo che l'uomo sano mette da parte l'aspettativa della morte.⁵⁰

L'incertezza che grava sui risultati prospettici delle decisioni di investimento tuttavia non implica che “tutto dipenda da ondate di psicologia irrazionale. Al contrario, lo stato dell'aspettativa a lungo termine è spesso costante, e anche nel caso contrario, gli altri fattori esercitano i loro effetti compensatori.”⁵¹ Ma, a giudizio di Keynes, non si può prescindere dal riconoscimento che “le decisioni umane che influiscono sul futuro, siano esse personali o politiche o economiche, non possono dipendere da una rigorosa speranza matematica, poiché non esiste la base per compiere un tale calcolo.”⁵²

3.3. *Il moltiplicatore dell'investimento*

Nel Capitolo 10 della *Teoria generale*, Keynes postula l'esistenza di un rapporto definito tra reddito e investimento. Keynes infatti spiega che, per comprendere “come fluttuazioni dell'ammontare dell'investimento, le quali rappresentino una parte relativamente piccola del reddito nazionale, possano generare fluttuazioni dell'occupazione e del reddito di ampiezza tanto maggiore di esse stesse,”⁵³ è necessario fare riferimento al ‘principio generale del *moltiplicatore*'.

⁵⁰ *Ibidem*, pp. 334-336, 347-348.

⁵¹ *Ibidem*, p. 349.

⁵² *Ibidem*.

⁵³ *Ibidem*, p. 308.

Il principio in base al quale una variazione nella spesa per beni di investimento si traduce in una variazione multipla del livello del reddito dipende in modo cruciale dalla ‘legge psicologica fondamentale’ che governa i comportamenti di consumo della collettività. Posto che:

$$\Delta C_w = c\Delta Y_w,$$

ove $0 < c < 1$ rappresenta la propensione marginale al consumo che definisce la misura della variazione del consumo in termini di unità di salario provocata da una variazione del reddito, anch’esso espresso in termini di unità di salario, possiamo ricavare il *moltiplicatore dell’investimento* partendo dalla considerazione che una variazione del reddito indotta da una variazione della spesa per beni di investimento implica necessariamente anche una variazione della spesa per beni di consumo. Pertanto, possiamo scrivere:

$$\Delta Y_w = \Delta C_w + \Delta I_w.$$

Operando le opportune sostituzioni, otteniamo:

$$\Delta Y_w = c\Delta Y_w + \Delta I_w$$

e, quindi,

$$\Delta Y_w = \frac{1}{1-c}\Delta I_w = k\Delta I_w.$$

Seguendo Keynes, chiamiamo “ k il moltiplicatore dell’investimento. Esso ci indica che, quando vi è un incremento dell’investimento complessivo, il reddito aumenterà di un ammontare pari a k volte l’incremento dell’investimento.”⁵⁴

La logica economica sottostante il processo moltiplicativo del reddito causato da una variazione iniziale della domanda per beni di investimento è illustrata dalla figura 18.

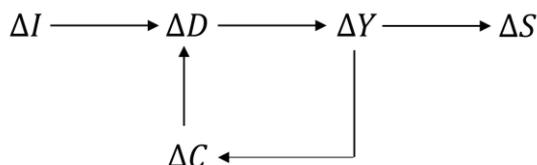


Figura 18 – La logica del processo di moltiplicazione del reddito

Un aumento della domanda per beni capitali spinge le imprese ad aumentare la produzione di questi beni. I redditi distribuiti ai fattori della produzione impiegati

⁵⁴ *Ibidem*, p. 301.

nel settore dei beni di investimento vengono in parte consumati e in parte risparmiati. La quota di reddito destinata al consumo stimola le imprese a produrre nuovi beni di consumo, cui fa seguito la distribuzione di ulteriori redditi ai fattori della produzione impiegati nel settore dei beni di consumo. Anche questi redditi vengono in parte consumati e in parte risparmiati, dando avvio a una nuova fase di moltiplicazione del reddito legata alla produzione di ulteriori beni di consumo. A condizione che la propensione marginale al consumo sia stabile e inferiore all'unità, questo processo converge a un valore finito, perché gli incrementi della spesa aggregata e del reddito che si succedono nel tempo sono decrescenti, tendendo, infine, a zero.

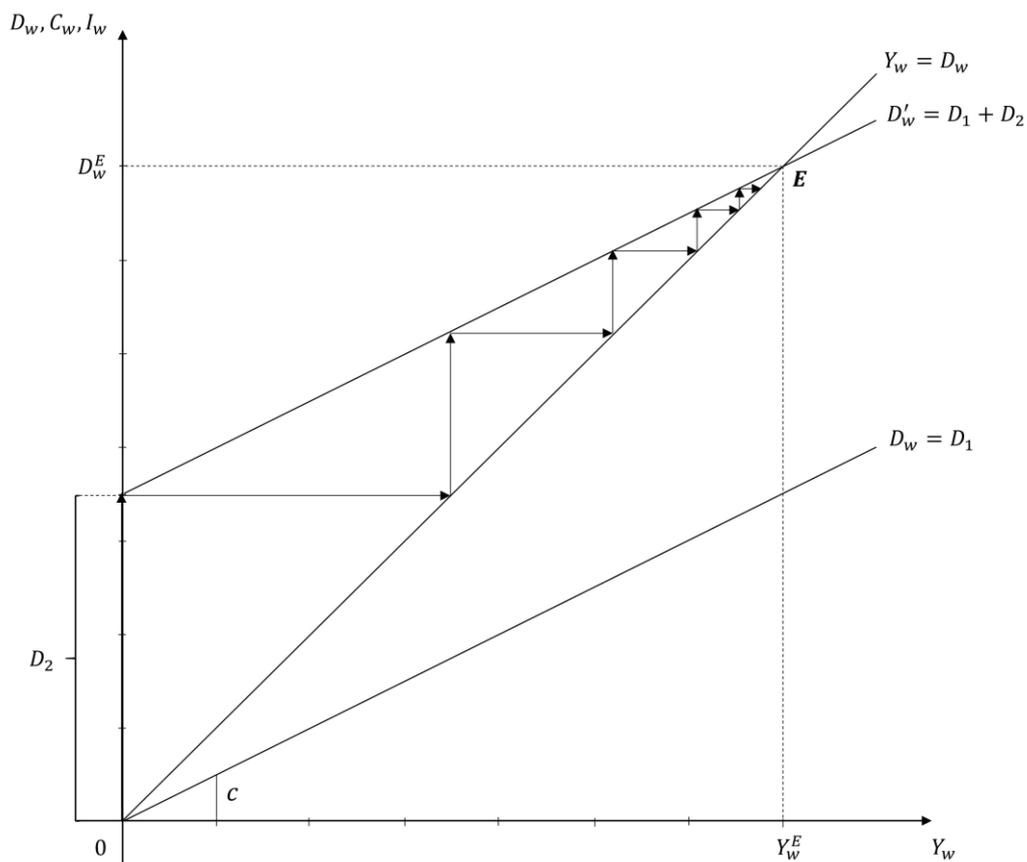


Figura 19 – Il processo moltiplicativo del reddito associato a un aumento della spesa per beni di investimento

La figura 19 mostra l'evoluzione del livello del reddito associata a una variazione iniziale della domanda per beni di investimento. Come si può notare, si è ipotizzato che la spesa per beni di consumo non comprenda componenti autonome dal reddito (ovvero $D_1 = C_w = cY_w$). Le frecce verticali indicano le variazioni della domanda aggregata. La prima variazione è quella corrispondente alla domanda per beni di

investimento ($D_2 = I_w$), mentre le variazioni successive derivano dalle variazioni della domanda per beni di consumo legate agli aumenti del reddito indicati dalle frecce orizzontali.

Utilizzando una notazione convenzionale, indichiamo la somma degli incrementi di reddito indotti dalla variazione iniziale della spesa per beni di investimento nel modo seguente:

$$\begin{aligned}\Delta Y &= \Delta I + c\Delta I + c^2\Delta I + c^3\Delta I + \dots\dots\dots \\ &= \Delta I(1 + c + c^2 + c^3 + \dots\dots\dots).\end{aligned}$$

Poiché l'espressione tra parentesi rappresenta la somma degli infiniti termini di una progressione geometrica illimitata e decrescente (di ragione $0 < c < 1$), con primo termine pari a 1, otteniamo, come in precedenza:

$$\Delta Y = \frac{1}{1 - c} \Delta I = \Delta I.$$

3.4. Il paradosso della parsimonia

Sia nel modello macroeconomico sviluppato dagli economisti 'classici' che nel modello di determinazione del reddito elaborato da Keynes nella *Teoria generale*, in equilibrio, cioè *ex post*, i risparmi sono sempre ricondotti a uguaglianza con gli investimenti. Ma, come abbiamo visto poco sopra, lo schema della *Teoria generale* prevede che il processo di aggiustamento verso l'equilibrio avvenga attraverso variazioni successive del livello del reddito, piuttosto che attraverso movimenti del tasso di interesse sul mercato del credito. Poiché la propensione marginale al risparmio è pari a $s = 1 - c$, possiamo scrivere:

$$\begin{aligned}\Delta S &= sI\Delta + s(1 - s)\Delta I + s(1 - s)^2\Delta I + \dots\dots\dots \\ &= s\Delta I[1 + (1 - s) + (1 - s)^2 + \dots\dots\dots]\end{aligned}$$

e, quindi,

$$\Delta S = s\Delta I \frac{1}{1 - (1 - s)} = s\Delta I \frac{1}{s} = \Delta I.$$

Dunque, Keynes rovescia la logica dello schema 'classico' secondo cui si investe solo ciò che è stato precedentemente risparmiato ($S \rightarrow I$). Nella *Teoria generale* è l'investimento a determinare il risparmio ($I \rightarrow S$), e non viceversa, perché il risparmio deriva dagli aumenti della produzione e del reddito generati attraverso il meccanismo del moltiplicatore messo in moto da una variazione iniziale della spesa per beni capitali.

Poiché il livello degli investimenti non dipende dalla propensione marginale al risparmio, si deve concludere che una variazione dell'attitudine al risparmio degli agenti economici, lasciando invariato il volume degli investimenti, non provocherà alcuna variazione dei risparmi complessivi. L'inversione della relazione causale tra risparmio e investimento dà così luogo al cosiddetto *paradosso della parsimonia*, una espressione coniata da Paul Samuelson nel suo famoso testo di macroeconomia del 1948.⁵⁵ Keynes ne ha illustrato i contenuti nel modo seguente:

[...] sebbene sia poco probabile che il risparmio di un individuo eserciti qualsiasi influenza significativa sul suo reddito, le reazioni dell'ammontare del suo consumo sul reddito degli altri rendono impossibile che tutti gli individui ad un tempo risparmino una somma determinata. Qualsiasi tentativo di tal genere, inteso a risparmiare di più mediante una riduzione del consumo, influirà sui redditi in tal modo che il tentativo si renderà inattuabile da sé stesso.⁵⁶

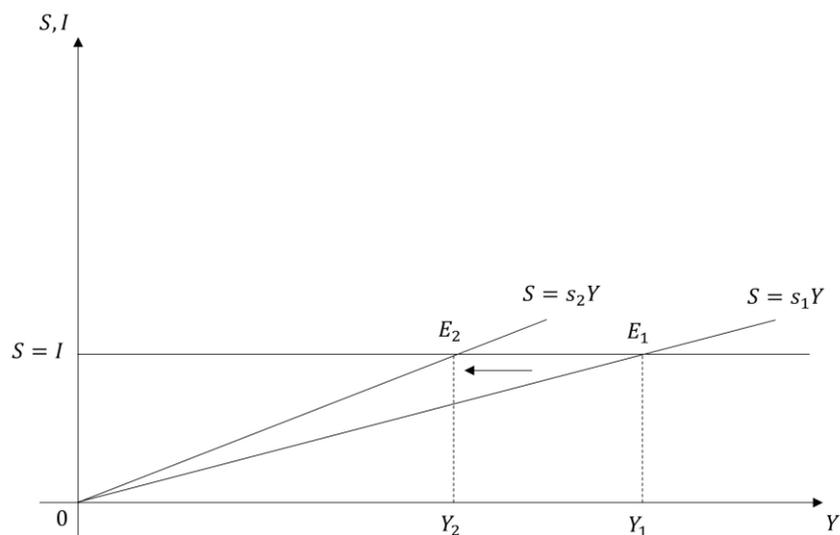


Figura 20 – Il paradosso della parsimonia (o del risparmio)

In altri termini, come si evince dalla figura 20, un aumento della propensione al risparmio non può cambiare il volume complessivo dei risparmi, perché viene seguito da una caduta del reddito che ne annulla gli effetti.

Il modello che emerge dalla *Teoria generale* porta dunque a conclusioni diametralmente opposte a quelle formulate dalla tradizione 'classica' in merito alle virtù della parsimonia (Capitolo 2, paragrafo 6.). Per Keynes, l'astensione dal

⁵⁵ “[Saving] is a paradox because in Kindergarten we are all taught that thrift is always a good thing.” (Samuelson (1948) [1958], p. 237)

⁵⁶ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 271.

consumo non solo non può stimolare l'investimento e la crescita del reddito nazionale, ma, al contrario, è destinata a deprimere l'attività economica e il livello dell'occupazione. Dall'analisi precedente, emerge infatti in modo evidente che un aumento della propensione al risparmio (o, in modo equivalente, una diminuzione della propensione al consumo) non può che ridurre la dimensione del moltiplicatore e, quindi, gli effetti prodotti da un aumento della domanda per beni di investimento o di altre componenti autonome della spesa aggregata (per esempio, la spesa pubblica) sul reddito e sull'occupazione. Paradossalmente, la virtù privata della parsimonia si traduce in 'vizio pubblico'.

Per illustrare questo risultato apparentemente contraddittorio, Keynes fa affidamento alla *favola delle api* di Bernard de Mandeville, un poema allegorico la cui morale recita:

La semplice virtù non può far vivere le nazioni in splendore. Coloro che vorrebbero rivivere un'età d'oro devono essere liberi di scegliere tra le ghiande e l'onestà.⁵⁷

Keynes considera di particolare interesse i commenti che de Mandeville ha fatto seguire alla sua allegoria e che riportiamo qui di seguito:

Siccome la prudente economia che alcuni chiamano risparmio è nelle famiglie private il metodo più certo di accrescere un patrimonio, alcuni immaginano che, sia un paese sterile o fertile, il perseguimento generale dello stesso metodo (che essi ritengono praticabile) eserciterà lo stesso effetto su un intero paese, e che ad esempio la nazione inglese potrebbe essere assai più ricca di quello che è se i suoi abitanti fossero frugali quanto alcuni dei loro vicini. Questo, io penso, è un errore. [...] La grande arte di rendere una nazione felice, o come dicesi fiorente, sta nel dare a ciascuno la possibilità d'essere occupato; per raggiungere il qual fine, sia prima cura del governo il promuovere una varietà di manifatture, d'arti e di mestieri quanta lo spirito umano può inventare; e la seconda di incoraggiare l'agricoltura e la pesca in ogni loro ramo, talché la terra intera sia costretta a dare il massimo risultato al pari dell'uomo. È da questa politica, e non dalle meschine regolamentazioni della prodigalità e della frugalità, che devono attendersi la grandezza e la felicità delle nazioni;⁵⁸

Pertanto, Keynes conclude che:

Non vi è da meravigliarsi che sentimenti perversi di tal sorta si attirassero l'obbrobrio di due secoli di moralisti e di economisti, i quali si sentivano assai più virtuosi perché in possesso della loro dottrina austera che nessun rimedio esistesse, salvo che nel massimo di parsimonia e di economia sia da parte degli individui che da parte dello stato. «I trattenimenti, le splendide mostre, gli archi

⁵⁷ Citato in Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 555.

⁵⁸ *Ibidem*.

trionfali, ecc.» di Petty dètero luogo alla saggezza della lesina finanziaria di Gladstone e ad un sistema di governo che «non si poteva permettere» gli ospedali, le aree libere, i nobili edifici, né la conservazione dei monumenti antichi e tanto meno gli splendori della musica e del teatro, tutte cose che venivano affidate alla carità privata o alla magnanimità di individui imprevidenti.⁵⁹

4. Un diverso approccio alla determinazione del tasso di interesse

4.1. La fallacia dell'approccio 'classico' alla determinazione del tasso di interesse

Nella *Teoria generale*, la definizione del principio della domanda effettiva e del moltiplicatore e la conseguente inversione della relazione causale tra i risparmi e gli investimenti 'lasciano per aria' il tasso di interesse:

The theory of the rate of interest which prevailed before (let us say) 1914 regarded it as the factor which ensured equality between saving and investment. [...] The novelty in my treatment of saving and investment consists, not in my maintaining their necessary aggregate equality, but in the proposition that it is, not the rate of interest, but the level of incomes which [...] ensures this equality. [...] The arguments which lead up to this initial conclusion are independent of my subsequent theory of the rate of interest, and in fact I reached it before I had reached the latter theory. But the result of it was to leave the rate of interest in the air.⁶⁰

Keynes spiega il problema della indeterminatezza del tasso di interesse attraverso l'unica figura che è stata inserita nella *Teoria generale* e che riproduciamo qui sotto come figura 21. Il ragionamento di Keynes prende le mosse dagli effetti prodotti da uno spostamento della curva di domanda di beni capitali:

[...] la teoria classica [...] ammette di poter procedere a considerare l'effetto sul tasso di interesse [...] di uno spostamento della curva di domanda di capitale, senza attenuare o modificare le proprie ipotesi riguardo all'ammontare del reddito dato dal quale si deve trarre il risparmio. Le variabili indipendenti della teoria classica del tasso di interesse sono la curva di domanda di capitale e l'influenza del tasso di interesse sull'ammontare risparmiato da un reddito dato; [...] In verità la teoria classica non ha afferrato l'importanza delle variazioni del livello del reddito o della possibilità che il livello del reddito divenga effettivamente una funzione dell'ammontare di investimento. [...] [Nel diagramma seguente] l'ammontare I dell'investimento (o del risparmio) è misurato sull'asse verticale, e il tasso r di interesse in quello orizzontale. $X_1X'_1$ è la prima posizione della scheda di domanda di investimento, e $X_2X'_2$ è una

⁵⁹ *Ibidem*, p. 556.

⁶⁰ Keynes (1937b), in *C.W.K.*, vol. XIV, p. 211.

seconda posizione di questa curva. La curva Y_1 esprime la relazione tra gli ammontari risparmiati da un reddito Y_1 e i vari livelli del tasso di interesse, e le curve Y_2, Y_3 , ecc. sono le curve corrispondenti per i livelli di reddito Y_2, Y_3 , ecc. [...] Supponiamo che la curva Y_1 sia la curva delle Y compatibile con una scheda di domanda di investimento $X_1X'_1$ e con un tasso di interesse r_1 . Ora, se la scheda di domanda di investimento si sposta da $X_1X'_1$ a $X_2X'_2$, anche il reddito, in generale, si sposterà.⁶¹

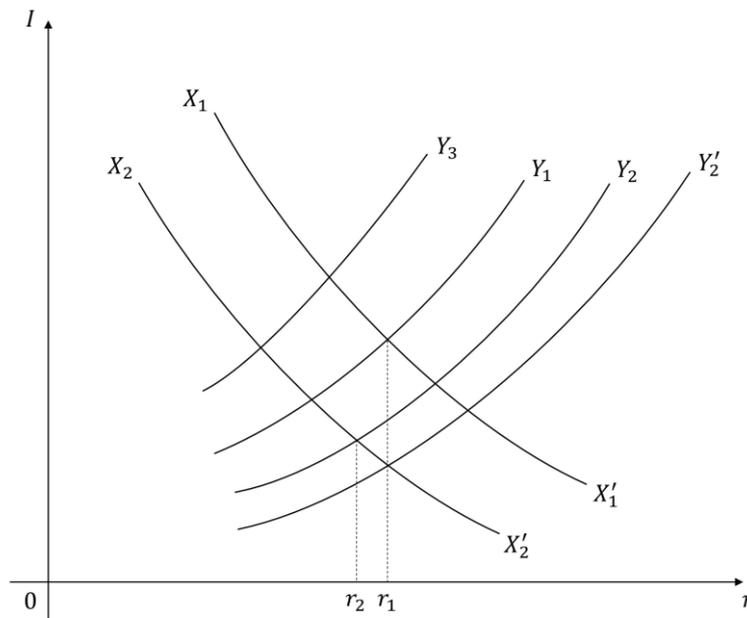


Figura 21 – L'impossibilità di determinare il tasso di interesse secondo i canoni della teoria 'classica'
(Fonte: Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 368)

Se il reddito è una funzione dell'ammontare dell'investimento, occorre abbandonare l'ipotesi fatta propria dalla teoria 'classica' circa l'esistenza di un *unico* tasso di interesse di equilibrio, quello determinato sul mercato del credito dalla intersezione tra la scheda di domanda di investimento e la funzione del risparmio quando il reddito è *dato* in corrispondenza della piena occupazione dei fattori della produzione. Keynes quindi postula l'esistenza di una pluralità di tassi di interesse 'naturali', ciascuno dei quali è associato a un diverso livello del reddito e dell'occupazione:

Nel *Trattato sulla moneta* ho definito, chiamandolo *tasso naturale* di interesse, quell'unico tasso di interesse che, nella terminologia del *Trattato*, assicurava l'uguaglianza fra l'ammontare di risparmio [...] e quello dell'investimento. Ritenevo che ciò fosse uno sviluppo e una chiarificazione del «tasso naturale di

⁶¹ Keynes (1936), in *CWK* vol. VII, [2006], pp. 366-368.

interesse» di Wicksell, che secondo questo autore era il tasso che avrebbe assicurato la stabilità di un certo livello dei prezzi [...]. Avevo però trascurato il fatto che in qualunque società, vi è, secondo questa definizione, un *diverso* tasso naturale di interesse per ciascun livello ipotetico di occupazione. E, analogamente, per ciascun tasso di interesse esiste un livello di occupazione per il quale esso è il tasso «naturale», nel senso che il sistema sarà in equilibrio con quel tasso di interesse e con quel livello di occupazione. Era dunque un errore parlare *del* tasso naturale di interesse o di ritenere che la definizione suddetta indichi un valore unico per il tasso di interesse, indipendentemente dal livello dell'occupazione. Non avevo capito allora che, in certe condizioni, il sistema potrebbe essere in equilibrio ad un'occupazione inferiore a quella piena.⁶²

Il problema è che la figura 21 “non contiene dati sufficienti per indicare quale sarà il nuovo valore del reddito; e quindi, non sapendo qual è la nuova curva delle Y , non sappiamo a quale punto la nuova scheda di domanda di investimento la taglierà.”⁶³ A causa della sua influenza sul livello della domanda per beni capitali, nella figura 21 il dato mancante per la determinazione del livello del reddito è il tasso di interesse. Soltanto una volta noti il tasso di interesse, il livello degli investimenti e, quindi, il livello del reddito, è possibile individuare il punto in cui la scheda di domanda di investimento viene intersecata dalla nuova curva del risparmio aggregato.

Ma, si chiede Keynes, da che cosa dipende il livello del tasso di interesse, se esso non è determinato dai risparmi e dagli investimenti allo stesso modo in cui i prezzi sono determinati dalla legge della domanda e dell'offerta? Nella *Teoria generale* Keynes afferma che, per fornire una risposta a questa domanda, è necessario introdurre “lo stato della preferenza per la liquidità e la quantità di moneta”:

[se] questi due valori ci dicono insieme che il tasso di interesse è r_2 , allora tutta la posizione diventa determinata. Poiché la curva richiesta sarà la curva delle Y che interseca la $X_2X'_2$ sulla verticale di r_2 , ossia la curva Y_2 .⁶⁴

Per Keynes, l'errore della teoria ‘classica’ del tasso di interesse “proviene dal considerare l'interesse come la ricompensa per l'attesa come tale, invece che come la ricompensa per la non-tesaurizzazione.”⁶⁵ Pertanto, nel Capitolo 13 della *Teoria generale* Keynes procede alla elaborazione di una ‘teoria generale del tasso di interesse’, comunemente nota come ‘teoria della preferenza per la liquidità’.

⁶² *Ibidem*, p. 433.

⁶³ *Ibidem*, p. 368.

⁶⁴ *Ibidem*, pp. 368-369. “Se [invece] non è accaduto nulla circa lo stato della preferenza per la liquidità e della quantità di moneta, cosicché il tasso di interesse è rimasto invariato, allora la curva Y'_2 , che interseca la nuova scheda di domanda di investimento sulla verticale del punto in cui la curva Y_1 interseca la vecchia scheda di domanda di investimento (e inferiormente al punto medesimo), sarà la curva delle Y richiesta, e Y'_2 sarà il nuovo livello del reddito.” (*Ibidem*, p. 369).

⁶⁵ *Ibidem*.

4.2. La teoria della preferenza per la liquidità

Keynes apre la discussione sulla sua teoria di determinazione del tasso di interesse introducendo il problema delle scelte di portafoglio che deve affrontare un individuo che abbia deciso quanta parte del suo reddito consumare e quanta di essa invece destinare ad accantonamento assieme ai risparmi dei periodi precedenti:

Le preferenze psicologiche temporali di un individuo richiedono, per essere realizzate completamente, due specie distinte di decisioni. La prima riguarda quella preferenza temporale che ho chiamato *propensione al consumo*; [...] Ma una volta presa questa decisione, lo attende un'altra decisione: in quale forma egli conserverà le disponibilità per il consumo futuro che ha accantonate, provengano esse dal suo reddito corrente o dal risparmio precedente. [...] In altre parole, qual è il grado della sua preferenza per la liquidità, intendendo per *preferenza per la liquidità* di un individuo una scheda dell'ammontare delle sue risorse, valutate in termini di moneta o di unità di salario, che egli desidera mantenere in forma monetaria in diversi insiemi di circostanze?⁶⁶

Nella *Teoria generale* la moneta dunque non assolve soltanto alle funzioni di unità di conto e di mezzo di scambio, ma la sua vera importanza “deriva essenzialmente dal fatto che essa è un anello fra il presente e il futuro.”⁶⁷ Al pari di altre attività, la moneta rappresenta cioè una forma in cui tenere ricchezza.

Ma che cosa spiega l'apparente ‘follia’ di voler conservare parte della propria ricchezza sotto forma di moneta liquida? Come nel caso delle scelte di investimento, a giudizio di Keynes, anche le scelte di portafoglio degli agenti economici sono influenzate dalla presenza di condizioni di incertezza che non sono riconducibili a certezza attraverso il calcolo probabilistico.⁶⁸ Di conseguenza, Keynes giustifica la funzione di riserva di valore della moneta attraverso la presenza dell'incertezza circa il valore futuro del tasso di interesse e, quindi, del valore futuro dei titoli di credito:

La moneta, come si sa, ha principalmente due funzioni. Fungendo da moneta di conto, facilita gli scambi senza che si renda necessario che appaia

⁶⁶ *Ibidem*, p. 352.

⁶⁷ *Ibidem*, p. 485.

⁶⁸ “Con il termine «conoscenza incerta», vorrei spiegare, non intendo semplicemente distinguere ciò che è conosciuto con certezza da ciò che è solamente probabile: il gioco della roulette non è soggetto, in questo senso, a incertezza, né lo è la prospettiva che un titolo del debito della Vittoria venga estratto per il rimborso; ancora, la speranza di vita è solo leggermente incerta, e anche il tempo atmosferico è solo moderatamente incerto. Il significato in cui io uso questo termine è quello per cui si può dire che sono incerti la prospettiva di una guerra in Europa, o il prezzo del rame e il tasso di interesse di qui a vent'anni, o l'obsolescenza di una nuova invenzione, o la posizione dei proprietari di ricchezza privata nel sistema sociale del 1970. Su queste cose non c'è alcuna base scientifica su cui poter fondare un qualsivoglia calcolo probabilistico. Noi semplicemente non sappiamo.” (Keynes (1937a), in *C.W.K.*, vol. XIV, [1996], p. 661)

fisicamente sulla scena. Per questo aspetto essa rappresenta una comodità priva di significato e di reale influenza. In secondo luogo, la moneta è una forma in cui tenere la ricchezza. Così ci viene detto, senza l'ombra di un sorriso nel volto. Ma nel mondo dell'economia classica, quale folle modo di tenere la ricchezza! Infatti l'essere improduttiva è una riconosciuta caratteristica della moneta come riserva di ricchezza; mentre praticamente ogni altra forma in cui tenere la ricchezza fornisce un interesse o un profitto. Perché vi dovrebbe essere qualcuno, al di fuori delle mura di un manicomio, che desideri usare la moneta come riserva di ricchezza?⁶⁹ [...] Vi è [...] una condizione necessaria, mancando la quale non potrebbe esistere una preferenza per la moneta liquida come mezzo di conservare la ricchezza. Questa condizione necessaria è l'esistenza dell'incertezza circa il futuro del tasso di interesse, ossia circa l'insieme dei tassi di interesse [per crediti di diverse scadenze] che prevarranno a date future.⁷⁰

La moneta rappresenta il migliore strumento per trasferire il potere d'acquisto nel tempo perché, essendo misurata sempre in termini di se stessa, il suo valore è certo. Il possesso della moneta diventa perciò uno scudo contro l'incertezza nel senso attribuitole da Keynes:

[...] per motivi in parte ragionevoli, in parte istintivi, il nostro desiderio di tenere moneta come riserva di ricchezza è un barometro del nostro grado di sfiducia nelle nostre capacità di calcolo e nelle nostre convenzioni sul futuro. [...] Il possesso della moneta calma la nostra inquietudine, e il premio che noi pretendiamo per dividerci da essa è la misura della nostra inquietudine.⁷¹

Poiché la moneta è l'unica attività il cui possesso non comporta rischi, per Keynes, il tasso di interesse è “ciò che può ottenersi per l'abbandono della disponibilità della moneta stessa in cambio di un credito per un determinato periodo di tempo”⁷², ovvero “la ricompensa per l'abbandono della liquidità”⁷³. Se un soggetto decidesse di trattenere tutto il proprio risparmio sotto forma di saldi monetari, egli non percepirebbe alcun interesse e, pertanto, “dovrebbe essere ovvio che il saggio di interesse non può essere una ricompensa per il risparmio o l'astinenza come tali”⁷⁴. Pertanto, secondo Keynes, “il saggio di interesse non è il «prezzo» che porta all'equilibrio la domanda di mezzi da investire con la disposizione ad astenersi dal consumo presente. E' il «prezzo» che equilibra il

⁶⁹ *Ibidem*, p. 662.

⁷⁰ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], pp. 354-355.

⁷¹ Keynes (1937a), in *C.W.K.*, vol. XIV, [1996], p. 663.

⁷² Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 353.

⁷³ *Ibidem*.

⁷⁴ *Ibidem*, p. 352.

desiderio di tenere la ricchezza in forma di denaro con la quantità di denaro disponibile”⁷⁵.

Nelle intenzioni di Keynes, la rottura con la teoria ‘classica’ del tasso di interesse è completa. Il tasso di interesse, infatti, deve considerarsi un fenomeno strettamente monetario, che dipende esclusivamente dalla domanda e dall’offerta di moneta, e che, quindi, è del tutto svincolato dai fattori ‘classici’ della parsimonia e della produttività. Esso, cioè, non deve essere confuso con il tasso di interesse ‘monetario’ cui Wicksell contrapponeva il tasso di interesse ‘naturale’ corrispondente all’equilibrio sul mercato dei capitali quando il reddito si trova al livello di piena occupazione. Inoltre, esso non deve essere confuso nemmeno con il concetto di tasso di interesse ‘monetario’ che gli economisti neoclassici hanno elaborato sulla scia del lavoro di Wicksell. Nel capitolo precedente (paragrafo 2.), abbiamo infatti visto che, nella teoria dei fondi prestabili, il tasso di interesse continua a essere determinato dalla domanda e dall’offerta di *credito* e non dalla domanda e dall’offerta di *moneta*, e che tra i fattori determinanti il tasso di interesse ‘monetario’ di equilibrio per il mercato del credito vengono considerate anche le scelte di portafoglio degli agenti economici, ovvero il tesoreggiamento e il detesoreggiamento di moneta. Cionondimeno, anche nella teoria dei fondi prestabili la domanda e l’offerta di risorse risparmiate continua a svolgere un ruolo centrale nella determinazione del tasso di interesse ‘monetario’ di equilibrio. Dennis Robertson ha criticato la teoria della preferenza per la liquidità elaborata da Keynes nella *Teoria generale*, osservando che:

[...] la formula keynesiana – nella sua ricerca di una semplicità irraggiungibile – oscura la funzione svolta nella determinazione del tasso di interesse dai fattori “classici” della produttività e della parsimonia.⁷⁶

La teoria della preferenza per la liquidità di Keynes può essere riassunta sinteticamente nei termini seguenti.⁷⁷ Data la quantità di moneta, che Keynes, nel solco della tradizione quantitativa, considera definita in modo esogeno dalla Banca centrale⁷⁸, il tasso di interesse è determinato dalla ‘preferenza per la liquidità’, ossia

⁷⁵ *Ibidem*, p. 353.

⁷⁶ Robertson (1940) [1956], p. 11.

⁷⁷ Si confrontino Rampa (1988), Capitolo 3 e Arcelli (1996), pp. 222 e ss.

⁷⁸ Nella *Teoria generale* Keynes fornisce le seguenti indicazioni ai fini della definizione delle attività che compongono l’offerta di moneta: “[...] possiamo tirare la linea di separazione fra «moneta» e «crediti» in qualsiasi punto sia più conveniente per trattare un problema particolare. [...] Conviene spesso in pratica includere nella moneta i depositi a termine presso banche e, occasionalmente, anche strumenti creditizi quali ad esempio i buoni del Tesoro. Di regola supporrò, come nel *Trattato sulla moneta*, che la moneta comprenda tutti i depositi presso le banche” (Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 353). Ad ogni modo, nella *Teoria generale* “la quantità di moneta [...] è determinata dall’azione della banca centrale.” (*Ibidem*, p. 437)

dai motivi che inducono il pubblico a trattenere saldi liquidi. E' noto che, per Keynes, la domanda di moneta può essere divisa in due parti. La prima, M_1 , include il *movente delle negoziazioni*, ossia il “bisogno di denaro liquido per la negoziazione corrente di scambi personali e commerciali”⁷⁹ dettato dall'esistenza di sfasamenti temporali tra incassi e pagamenti, e il *movente precauzionale*, che spinge a detenere moneta “per fare fronte a circostanze eccezionali che richiedano spese improvvise e ad occasioni impreviste di acquisti vantaggiosi”⁸⁰. La seconda, M_2 , riguarda il *movente speculativo*, che determina l'ammontare di moneta richiesto per “trarre profitto dal conoscere meglio del mercato ciò che il futuro arrecherà”⁸¹, cioè, per speculare sul mercato dei titoli.

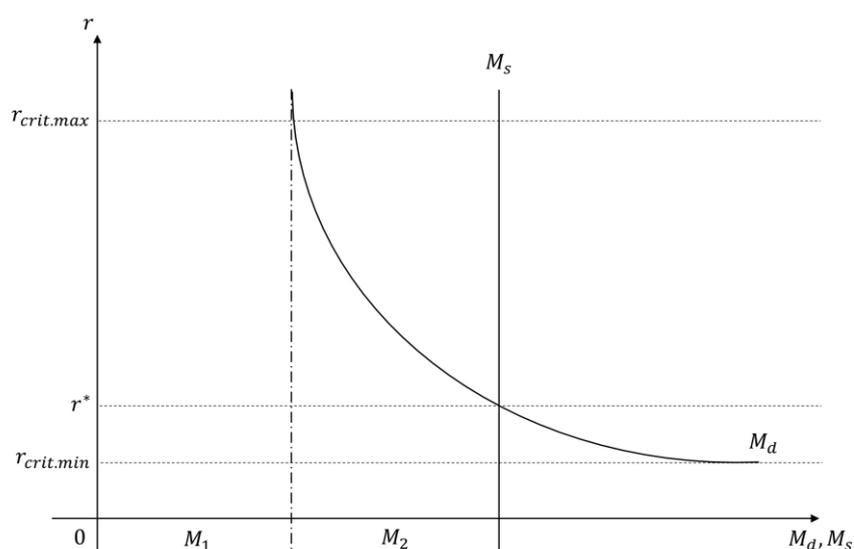


Figura 22 – La teoria della preferenza per la liquidità

L'equilibrio sul mercato della moneta è illustrato nella figura 22. Se indichiamo con M_s l'offerta complessiva di moneta composta da circolante e depositi bancari in conto corrente e con r il tasso di interesse corrente, l'equilibrio tra domanda complessiva di saldi liquidi e quantità di moneta esistente è definito dai valori di Y e di r per i quali è soddisfatta la relazione:

$$M_s = M_1 + M_2 = L_1 \underbrace{(Y)}_+ + L_2 \underbrace{(r)}_-^{82}$$

⁷⁹ *Ibidem*, p. 356.

⁸⁰ *Ibidem*, pp. 386.

⁸¹ *Ibidem*, p. 356.

⁸² *Ibidem*, p. 389. In realtà, la domanda di moneta andrebbe espressa anche in funzione della ricchezza complessiva ($M_d = f(W, Y, r)$). Infatti, come ricorda Keynes, le scelte di portafoglio riguardano non soltanto la quota di reddito risparmiata nel periodo corrente, ma anche i risparmi

L'influenza predominante sull'entità di fondi trattenuti in base al movente delle negoziazioni e a quello precauzionale non è esercitata dal tasso di interesse, ma dal reddito. E' invece possibile stabilire una relazione decrescente fra la domanda di moneta a scopo speculativo e il livello corrente del tasso di interesse.

Poiché gli speculatori mirano a lucrare un guadagno dalla differenza positiva tra il prezzo futuro e quello corrente dei titoli, secondo Keynes, il loro tasso di interesse di riferimento è quello sui titoli a lungo termine. Infatti, a causa della maggiore durata di tali titoli, le oscillazioni del tasso di interesse determinano maggiori rischi di guadagno o di perdita in conto capitale rispetto a quelle del tasso sui titoli a breve termine. Data l'aspettativa individuale su un livello futuro "abbastanza sicuro" del tasso di interesse,⁸³ lo speculatore è in grado di definire un tasso di interesse *critico* in corrispondenza del quale il guadagno da interesse derivante dall'investimento in titoli è esattamente controbilanciato dalla perdita attesa in conto capitale. In base al confronto fra tasso di interesse corrente e tasso critico ogni speculatore decide se investire la propria ricchezza in titoli o in moneta. In particolare, la domanda di moneta speculativa di ciascun operatore è rappresentata da una funzione discontinua rispetto al tasso di interesse corrente: se il tasso corrente è pari al tasso critico, lo speculatore è indifferente rispetto alla composizione del proprio portafoglio; per tassi correnti maggiori di quello critico, egli avrà invece convenienza a detenere titoli piuttosto che moneta; infine, se il tasso corrente è minore di quello critico, egli preferirà un portafoglio composto da soli saldi liquidi.

Aggregando le diverse aspettative sul livello futuro del tasso di interesse e, quindi, i diversi tassi critici, si definisce una funzione di domanda di moneta a scopo speculativo continua e inclinata negativamente rispetto al tasso di interesse corrente. Per ogni livello del tasso corrente è allora possibile definire la quantità complessiva di moneta domandata a scopo speculativo, perché tutti coloro per i quali il tasso critico supera quello corrente preferiranno aumentare le loro scorte di moneta cedendo titoli. Il numero di speculatori che si comporta in questo modo aumenta per livelli progressivamente decrescenti del tasso di interesse corrente. Inoltre, esisterà un livello del tasso di interesse corrente talmente basso da uguagliare il tasso critico minimo. In tal caso, verrà trattenuta qualunque quantità di moneta disponibile a scopi di speculazione. In corrispondenza del tasso critico minimo, la domanda di moneta diventa perfettamente elastica perché si ha unanimità di

accumulati nel passato. Tuttavia, in una prospettiva di breve periodo, in genere la ricchezza viene considerata costante. I segni + e - indicano la natura della relazione che lega le funzioni di liquidità L_1 e L_2 a variazioni, rispettivamente, del livello del reddito e del tasso di interesse corrente. Nella figura 22, r^* rappresenta il tasso di interesse di equilibrio, ovvero il tasso di interesse corrente in corrispondenza del quale la domanda e l'offerta di moneta si uguagliano nel punto E .

⁸³ "[...] ciò che importa non è il livello assoluto di r , ma lo scostamento rispetto a quello che viene considerato un livello di r abbastanza sicuro, a seconda dei calcoli di probabilità sui quali ci si basa." (*Ibidem*, p. 391)

opinioni circa il futuro rialzo del tasso di interesse corrente e, dunque, sulla prospettiva di perdite legate al possesso di titoli. Se, infine, il tasso di interesse corrente è pari al tasso critico massimo, la domanda di moneta speculativa è nulla e la moneta verrà trattenuta soltanto per soddisfare il movente delle negoziazioni e quello precauzionale.

A parità di reddito nominale, l'elasticità e la posizione della funzione di domanda di moneta a scopo speculativo dipende dalle aspettative degli speculatori. In generale, essa sarà tanto più elastica quanto maggiore è la convergenza di opinioni di questi ultimi.

4.3. *La non neutralità della moneta e le condizioni di validità della teoria quantitativa*

Nella *Teoria generale* le variazioni della quantità di moneta non si traducono in variazioni dirette della spesa, ma in variazioni della preferenza per la liquidità e del tasso di interesse che, a loro volta, si riflettono sulle decisioni di investimento delle imprese e, quindi, sul livello del reddito:

L'effetto primario di una variazione della quantità di moneta sull'ammontare della domanda effettiva si manifesta per il tramite della sua influenza sul tasso di interesse. [...] l'effetto quantitativo [deriva] da tre elementi: *a*) dalla scheda della preferenza per la liquidità che ci dice di quanto il tasso di interesse dovrà ridursi affinché la nuova moneta possa essere assorbita da persone disposte a tenerla, *b*) dalla scheda delle efficienze marginali, che ci dice di quanto una data riduzione del tasso di interesse accrescerà l'investimento, e *c*) dal moltiplicatore dell'investimento, che ci dice di quanto un aumento dato dell'investimento accrescerà la domanda effettiva in complesso.⁸⁴

$$+\Delta M \rightarrow +\Delta L_2, -\Delta r \rightarrow +\Delta I \rightarrow +\Delta Y = k\Delta I.$$

Questa sequenza causale ricorda in qualche modo il meccanismo di trasmissione delle versioni della teoria quantitativa in cui il legame funzionale tra le variazioni della quantità di moneta e quelle del livello generale dei prezzi è mediato da variazioni del tasso di interesse.

Nel caso analizzato da Keynes esistono tuttavia due fondamentali differenze. In primo luogo, nella *Teoria generale* Keynes prescinde dall'analisi del mercato del credito. Infatti, nonostante la considerazione dei depositi presso le banche tra le attività che compongono l'offerta di moneta, in modo alquanto paradossale, nella *Teoria generale* le variazioni della quantità di moneta sono del tutto svincolate dalle operazioni di credito che danno luogo a variazioni della moneta di origine bancaria legate al finanziamento delle decisioni di spesa. In altre parole, nella *Teoria generale*, le

⁸⁴ *Ibidem*, p. 490.

variazioni della quantità di moneta avvengono in forma, per così dire, ‘pura’, ovvero attraverso operazioni di mercato aperto con le quali la Banca centrale modifica la composizione tra i titoli obbligazionari e la moneta nei portafogli degli agenti economici:

[...] in generale, il sistema bancario e l'autorità monetaria compiono negoziazioni in moneta e in crediti e non in capitali reali o beni di consumo. [...] il sistema bancario è di fatto sempre in grado di acquistare (o di vendere) obbligazioni per contanti, elevandone (o abbassandone) il prezzo nel mercato per un modesto ammontare; e quanto maggiore è la quantità di moneta che esso cerca di creare (annullare) acquistando (o vendendo) obbligazioni e crediti, tanto maggiore dev'essere il ribasso (o il rialzo) del tasso di interesse. [...] Il tasso di interesse a breve termine è controllato facilmente dall'autorità monetaria, sia perché non è difficile produrre la convinzione che la sua politica non varierà di molto nel prossimo futuro, sia perché la perdita possibile è piccola in confronto al rendimento corrente [...]. Ma il tasso a lungo termine può essere più difficile da modificare, una volta che sia caduto ad un livello che, sulla base dell'esperienza passata e delle aspettative presenti sulla politica monetaria futura, sia considerato «non sicuro» dall'opinione rappresentativa. Se l'autorità monetaria fosse disposta a negoziare sia acquisti che vendite, a condizioni prestabilite, in crediti di ogni scadenza, e a maggior ragione se essa fosse disposta a negoziare crediti aventi vario grado di rischio, la relazione fra l'insieme di tassi di interesse e la quantità di moneta sarebbe diretta.⁸⁵

La seconda fondamentale differenza è che l'impostazione della *Teoria generale* implica che la non neutralità della moneta non possa essere confinata alle sole variazioni transitorie dei livelli del reddito e dell'occupazione. Mentre nella tradizione ‘classica’ il livello del reddito deve considerarsi *dato* in corrispondenza della piena occupazione dei fattori della produzione, come abbiamo visto in precedenza, nella *Teoria generale* questa circostanza non rappresenta la norma, ma soltanto uno dei possibili punti di equilibrio del sistema:

Il famoso *ottimismo* della teoria economica tradizionale che ha fatto sì che l'economista sia considerato come un Candide che dopo aver lasciato questo mondo per la coltivazione dei suoi giardini, insegni che tutto va per il meglio nel migliore dei mondi possibili purché si lascino le cose andare da sole – credo vada anch'esso ascritto all'aver trascurato l'ostacolo alla prosperità che può provenire da un'insufficienza della domanda effettiva; poiché evidentemente vi sarebbe una tendenza naturale verso l'ottima occupazione delle risorse in una società che funzionasse secondo i postulati classici. Può ben darsi che la teoria classica rappresenti il modo nel quale vorremmo che la nostra economia si comportasse; ma supporre che essa di fatto si comporti così, significa supporre inesistenti le difficoltà con le quali abbiamo a che fare.⁸⁶

⁸⁵ *Ibidem*, pp. 387, 392-393, 395.

⁸⁶ *Ibidem*, pp. 217-218.

Queste considerazioni tuttavia non significano che Keynes non abbia preso in considerazione la relazione tra variazioni della quantità di moneta e le variazioni del livello dei prezzi. Nel secondo paragrafo abbiamo infatti visto che, nella *Teoria generale*, Keynes prefigura uno schema in cui un aumento della domanda aggregata è seguito da un aumento dell'occupazione, da una caduta della produttività marginale del lavoro e, dato il salario nominale definito attraverso la contrattazione collettiva, da un aumento del livello dei prezzi. Keynes quindi afferma che, fino al raggiungimento della piena occupazione, “all’ascesa dei prezzi andrà unito un aumento del reddito reale complessivo.”⁸⁷

Ma giunti al punto critico della piena occupazione “qualsiasi tentativo inteso ad accrescere ancora l’investimento porrà in essere una tendenza all’aumento illimitato dei prezzi in moneta.”⁸⁸ Ciò avverrà perché, superata la condizione di piena occupazione, il salario reale cadrà al di sotto della disutilità marginale del lavoro corrispondente al numero di lavoratori che le imprese sono disposte ad assumere per massimizzare i loro profitti. Di conseguenza, “[o]ltre al punto critico finale della piena occupazione [...] i salari monetari [...] devono crescere in misura pienamente proporzionale all’aumento del prezzo delle merci-salario.”⁸⁹ In altre parole, il salario reale non si muove più dal livello in corrispondenza del quale l’utilità marginale e la disutilità marginale del lavoro si uguagliano. A questo punto, il sistema entra in “una situazione che si potrebbe a ragione definire di vera inflazione,”⁹⁰ ovvero “una situazione nella quale è soddisfatta pienamente la teoria quantitativa della moneta nella sua forma più rozza [...]; la produzione infatti non varia ed i prezzi salgono in misura esattamente proporzionale a *MV*.”⁹¹

In realtà, nella *Teoria generale* l’adesione di Keynes alla teoria quantitativa della moneta quando la produzione si trova al livello di piena occupazione dei fattori della produzione è soggetta alla qualificazione che:

[...] un’enunciazione generalizzata della teoria quantitativa della moneta [implica] esattamente tanti presupposti taciti riguardo a quelle variabili che vengono assunte come indipendenti [...], quanti ne implica il discorso ordinario; mentre dubito che [manipolazioni del genere] ci possano condurre più avanti del discorso comune. Forse il miglior servizio reso [...] è di mostrare l’estrema complessità della relazione fra i prezzi e la quantità di moneta, quando cerchiamo di esprimerla in modo formale.⁹²

⁸⁷ *Ibidem*, p. 305.

⁸⁸ *Ibidem*.

⁸⁹ *Ibidem*, p. 493.

⁹⁰ *Ibidem*, p. 495.

⁹¹ *Ibidem*, p. 481.

⁹² *Ibidem*, p. 497.

Pertanto, Carluccio Bianchi trae le seguenti conclusioni in merito alla rilevanza della teoria quantitativa della moneta nell'ambito dello schema elaborato da Keynes nella *Teoria generale*:

Se si confronta la posizione del sistema successiva alla variazione monetaria con quella precedente, secondo le ipotesi keynesiane, a differenza di quelle neoclassiche, tutte le variabili che compaiono nell'identità $MV \equiv PQ$ sono cambiate. L'irrilevanza dell'equazione degli scambi per l'analisi keynesiana è chiara: *ex post* M , V , P e T sono certamente tali da assicurare la validità del vincolo nelle due situazioni, ma *ex ante*, senza una precisa teoria economica, l'equazione non è in grado di dire nulla sulla dinamica dei processi reali.⁹³

5. L'intrinseca instabilità delle economie capitaliste e le proposte di politica economica di Keynes

Keynes scrisse la *Teoria generale* a cavallo tra le due guerre mondiali, in un'epoca in cui i riflessi della Grande depressione stavano screditando la democrazia e il vecchio ordine liberale e in cui si stava facendo larga l'idea che solo l'autoritarismo di matrice fascista o bolscevica avrebbe potuto porre rimedio al caos prodotto dalla crisi:

I sistemi moderni di stato autoritario sembrano risolvere il problema della disoccupazione a scapito dell'efficienza e della libertà. E' certo che il mondo non tollererà ancora per molto tempo la disoccupazione che, salvo brevi intervalli di eccitazione, è associata - e, a mio parere, inevitabilmente associata - con l'individualismo capitalista d'oggi.⁹⁴

Analogamente ai protagonisti del *Colloque Walter Lippmann*, tra gli anni '20 e '30 del secolo scorso Keynes era impegnato a trovare una soluzione al "problema politico dell'umanità [consistente] nel mettere insieme tre elementi: l'efficienza economica, la giustizia sociale e la libertà individuale."⁹⁵

Da poco reduce dal viaggio di nozze in Russia con Lydia Lopokova, nell'autunno del 1925 Keynes confessa di simpatizzare "con quelli che si attendono qualcosa di buono dalla Russia sovietica," e che, "ora che i giochi sono fatti e non si può più tornare indietro," gli "piacerebbe dare alla Russia sovietica la sua possibilità di riuscita: aiutandola, non ostacolandola."⁹⁶ Al tempo stesso, però, egli non nasconde la sua ostilità verso i tratti 'religiosi' della fede comunista e la repulsione per gli

⁹³ Bianchi (1989), pp. 83, 85.

⁹⁴ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 575.

⁹⁵ Keynes (1926b), in *C.W.K.*, vol. IX, [2011], p. 262.

⁹⁶ Keynes (1926a), in *C.W.K.*, vol. IX, [2010], pp. 64, 81.

orrori della rivoluzione e le privazioni imposte dal periodo di transizione verso “l'avvento di un nuovo ordine sulla terra”.⁹⁷

Pur subendo l'influenza di “quelli che a [suo] giudizio sono giustizia e buon senso,” Keynes quindi dichiara il suo “patriottismo locale e personale” per il suo ambiente naturale, e che “la *lotta di classe* [lo] trova dalla parte della borghesia colta.”⁹⁸ Per propria natura avverso al conservatorismo,⁹⁹ ma non potendo accasarsi nel partito laburista, a causa della presenza al suo interno del ‘Partito della catastrofe’,¹⁰⁰ Keynes sceglie di condurre la ricerca della sua personale ‘terza via’ collocandosi nel campo liberale:

La repubblica di cui coltivo l'immagine è all'estrema sinistra dello spazio celeste. Eppure, ciò nonostante, sento che la mia casa, fino a che disporranno di un tetto e di un pavimento, è con i liberali.¹⁰¹

Nonostante l'adesione al campo liberale, analogamente a Lippmann, al quale Keynes era legato da vincoli di amicizia,¹⁰² e ai neoliberali tedeschi, anche Keynes è critico nei confronti del *laissez-faire*. Tuttavia, egli non muove dall'idea che la crisi dell'ordine liberale dipenda da fattori esogeni, ovvero da distorsioni derivanti dalla collusione tra forme di potere privato e potere pubblico favorite dalla mancata

⁹⁷ *Ibidem*, p. 65. “Per me, cresciuto in un'atmosfera di libertà, priva degli orrori della religione, e abituato a non temere nulla, la Russia rossa ha troppo di detestabile. Rinunciamo pure ad agi e abitudini, ma non sono pronto per un credo cui non importa quanto distrugge della nostra vita quotidiana in termini di libertà e sicurezza, e che usa deliberatamente le armi della persecuzione, della distruzione e del conflitto internazionale. Come posso ammirare una politica che trova una sua espressione caratteristica nello spendere milioni per subornare spie in ogni famiglia o in ogni gruppo all'interno e suscitare tensioni all'estero? Forse una cosa del genere non è peggiore e ha perfino più senso delle propensioni avide, belliciste e imperialiste degli altri governi; ma dev'esserci qualcosa di molto meglio per strapparmi alle mie abitudini.” (*Ibidem*, p. 64)

⁹⁸ Keynes (1925), in *C.W.K.*, vol. IX, [2011], p. 249.

⁹⁹ “Come potrei acconciarmi ad essere un conservatore? È un partito che non mi dà né da bere né da mangiare, cioè né interesse intellettuale né consolazione morale. Non ne sarei divertito, né entusiasmato, né edificato.” (*Ibidem*, p. 248)

¹⁰⁰ “[...] come il partito conservatore avrà sempre un'ala estremista di destra, così il partito laburista sarà sempre affiancato dal Partito della catastrofe: giacobini, comunisti, bolscevichi, comunque vogliate chiamarli. [...] Io credo che questa segreta simpatia per una politica di catastrofe sia il tarlo che minaccia di mandare a fondo qualsiasi barca possa mettere in mare il partito laburista. Malevolenza, invidia, odio verso chi detiene ricchezza e potere (perfino fra di loro) male si sposano con l'ideale di costruire una vera repubblica sociale. Eppure chi voglia diventare un leader laburista deve avere o per lo meno far mostra di una certa violenza. Non basta che ami gli uomini e voglia il loro bene: deve anche odiarli.” (*Ibidem*, pp. 251-252)

¹⁰¹ *Ibidem*, p. 260. Negli anni '20 e '30 del secolo scorso i travagli di Keynes erano condivisi anche da molti altri intellettuali progressisti. A questo proposito, Keynes stesso riporta un episodio che lo ha visto protagonista ai margini di una conferenza tenuta a Berlino nel giugno del 1926. Durante il pranzo di chiusura, infatti, egli chiese ad Albert Einstein, se egli condividesse in qualche modo la sua vaga simpatia per il comunismo. Einstein rispose: “Sì, sono rosso di cuore; ma la testa non si tiene al passo.” (Keynes (1926c), in *C.W.K.*, vol. X, [1974], p. 331)

¹⁰² Su questo punto, si veda Audier (2012b).

definizione di adeguate ‘regole del gioco’. Diversamente da Eucken, Keynes infatti ritiene che le politiche economiche sperimentali condotte in Europa e nel resto del mondo dopo la conclusione del primo conflitto mondiale e dopo lo scoppio della Grande depressione non possano essere considerate come la premessa per l’annientamento dell’ordinamento concorrenziale, e che esse rappresentino, invece, la manifestazione del disorientamento prodotto dalla messa a nudo di debolezze legate ai meccanismi di funzionamento endogeni al modello del *laissez-faire*.¹⁰³

Keynes dichiara la *fine del laissez-faire* già in un famoso saggio pubblicato nel 1926, esprimendo però la sua fiducia nella possibilità di riformare il capitalismo in modo tale da coniugare l’efficienza del suo modo di produzione con l’aspirazione al miglioramento delle condizioni delle classi disagiate:

[...] è molto stretto il parallelo [...] fra il *laissez faire* e il darwinismo. Come per Darwin l’amore sessuale, attraverso la selezione sessuale, coadiuva il processo concorrenziale della selezione naturale, [...] così per gli individualisti l’amore per il denaro, attraverso la ricerca del profitto, coadiuva la selezione naturale, muovendola a realizzare la massima produzione possibile, se a misura si prende il suo valore di scambio. La bellezza e la semplicità di una teoria del genere sono così grandi da far dimenticare che essa scaturisce non dai fatti ma da un’ipotesi approssimativa [...]. [...] la conclusione che il comportamento di individui indipendenti, mossi dalla ricerca del vantaggio personale, produrrà la massima ricchezza aggregata dipende da una congerie di assunzioni irrealistiche [...]. [...] *Non* si può dedurre dai principi dell’economia che l’egoismo illuminato operi sempre a beneficio dell’interesse pubblico, né è vero che generalmente l’egoismo *sia* illuminato: più spesso avviene che individui che agiscono separatamente l’uno dall’altro, in vista del perseguimento dei propri obiettivi, siano troppo ignoranti o troppo deboli perfino per conseguire questi.

¹⁰³ “Il decadente capitalismo internazionale ma individualistico, nelle cui mani ci siamo trovati dopo la guerra, non sta avendo molto successo. Non è intelligente, né bello, né giusto, né virtuoso, né si comporta come dovrebbe. In breve non ci piace e anzi stiamo cominciando a detestarlo. Ma quando ci domandiamo che cosa mettere al suo posto, siamo estremamente perplessi. Di anno in anno diventa sempre più ovvio il fatto che nel mondo si sta sviluppando una varietà di esperimenti politico-economici e che differenti esperienze fanno capo a differenti temperamenti nazionali e contesti storici. [...] oggi un paese dietro l’altro abbandona [i] convincimenti [dell’internazionalismo economico del XIX secolo, basato sul libero scambio, [...] sul principio che tutto il mondo era, o doveva essere, organizzato sulle basi del capitalismo privatistico concorrenziale e della libertà del contratto privato, protetta in modo inviolabile dalle sanzioni della legge]. La Russia è ancora sola nel suo particolare esperimento, ma non più a lungo sola nell’abbandono delle vecchie idee. L’Italia, l’Irlanda e la Germania hanno già scoperto, o lo stanno facendo ora, nuovi modelli di economia politica. Molti altri paesi dopo di loro ricercheranno nuovi idoli economici. Anche paesi come la Gran Bretagna e gli Stati Uniti, benché si ispirino ancora in larga parte al vecchio modello, si stanno sforzando, sotto la superficie, di ricercare un nuovo piano economico. Noi non sappiamo quale sarà il risultato di tutto ciò. Tutti noi siamo – credo – sul punto di commettere molti errori. Nessuno può dirci oggi quale dei nuovi sistemi darà prova di essere il migliore. Ma il punto cruciale di questa discussione è il seguente. Ciascuno di noi ha le proprie idee. Dal momento che non crediamo di essere già salvi, ognuno potrebbe dire la sua per realizzare la nostra salvezza.” (Keynes (1933a), in *C.W.K.*, vol. XXI, [2004], pp. 99-100)

[...] Se lo scopo della vita è brucare le foglie fino ai rami più alti, il modo più ovvio per realizzarlo è lasciare che le giraffe dal collo più lungo affamino quelle dal collo più corto. [...] Ci sono però altre considerazioni che giustamente tengono conto del costo e del carattere della lotta concorrenziale in sé, e del fatto che la ricchezza tende ad essere distribuita là dove non è adeguatamente apprezzata. Se abbiamo a cuore il benessere delle giraffe, non dobbiamo trascurare le sofferenze di quelle dal collo più corto che muoiono di fame, o le foglie dolci che cadono per terra e vengono calpestate nella lotta, o l'eccessivo nutrimento delle giraffe dal collo più lungo, o l'espressione incattivita dall'ansia e dall'ingordigia litigiosa che rabbuia i musci mansueti del branco. [...] i devoti del capitalismo sono spesso eccessivamente conservatori e rifiutano riforme tecniche che di fatto potrebbero rafforzarlo e preservarlo, per timore che possano rappresentare i primi passi in direzione dell'abbandono del capitalismo stesso. [...] Per parte mia, penso che un capitalismo saggiamente governato possa essere reso più efficiente, nel conseguire obiettivi economici, di qualsiasi altro sistema alle viste; ma penso anche che, preso in se stesso, esso sia per molti versi estremamente criticabile. Il nostro problema è di progettare un'organizzazione sociale che sappia essere massimamente efficiente, ma senza contravvenire la nostra idea di quale sia un modo di vita soddisfacente.¹⁰⁴

Tuttavia, soltanto con la pubblicazione della *Teoria generale*, la critica di Keynes al *laissez-faire* trova una sistemazione compiuta sul piano dell'analisi positiva. Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, con la definizione del principio della domanda effettiva la determinazione del livello della produzione e dell'occupazione dipende dai fattori che incidono sulla componente della spesa aggregata (gli investimenti) che è autonoma rispetto al livello del reddito. Ma gli investimenti soffrono dell'estrema precarietà delle valutazioni che determinano lo *stato di fiducia* degli imprenditori circa i rendimenti prospettici dei beni capitali.¹⁰⁵ Inoltre, essi soffrono dell'influenza esercitata dalla variabilità delle aspettative dei possessori di ricchezza sulla stabilità della funzione di preferenza per la liquidità e, quindi, sul livello del tasso di interesse a lungo termine.¹⁰⁶

Poiché entrambi i fattori che incidono sulle decisioni di investimento sono condizionati dall'incertezza, non deve sorprendere che le economie di tipo capitalista siano per loro intima natura assoggettate a imprevedibili fluttuazioni della

¹⁰⁴ Keynes (1926c), in *C.W.K.*, vol. IX, [2010], pp. 43-45, 49, 56-57.

¹⁰⁵ “[...] la prosperità economica dipende eccessivamente da un’atmosfera politica e sociale confacente all’uomo d’affari medio. Se il timore di un governo laburista o di un *new deal* deprime l’intraprendenza, ciò non è necessariamente il risultato di un calcolo ragionato o di una congiura a scopi politici: è una semplice conseguenza dello sconvolgimento del delicato equilibrio dell’ottimismo spontaneo. Nello stimare le prospettive dell’investimento dobbiamo quindi aver riguardo ai nervi e agli isterismi, e perfino alle digestioni e alle reazioni al clima, di coloro dalla cui attività spontanea esso dipende in gran parte.” (Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 575)

¹⁰⁶ Per George Shackle, la curva della preferenza per la liquidità “deve essere considerata come un filo agitato da un vento tempestoso, continuamente soggetta a modificare la sua forma.” (citato in Parboni (1984), p. 41)

spesa per beni capitali¹⁰⁷ che espongono il sistema a “crisi e depressioni di ampiezza esagerata.”¹⁰⁸

Se si parte dall’idea che, nelle economie di mercato, le crisi possano essere figlie soltanto di fattori esogeni distorsivi, tra i quali figurano, anche e soprattutto, interventi di politica economica discrezionali, può aver senso ridurre la politica economica a politica dell’ordinamento, ovvero alla definizione di regole giuridiche poste a tutela di meccanismi di funzionamento automatici, inevitabilmente destinati a guidare il sistema verso una posizione di equilibrio giudicata ‘naturale’.

Ma se, come nella *Teoria generale*, il ‘problema economico’ non consiste più nella allocazione di una quantità ‘naturale’ di beni, ottenuta attraverso l’impiego ottimale delle scarse risorse disponibili, date la tecnologia e le preferenze individuali, ma piuttosto nell’intrinseca instabilità di un sistema esposto alle fluttuazioni della domanda aggregata, allora anche il modo in cui si guarda all’intervento pubblico è radicalmente diverso. Nella prefazione alla *Teoria generale*, Keynes spiega che il suo “libro è diretto soprattutto ai suoi colleghi economisti,” e che egli è mosso dallo “scopo principale [...] di trattare difficili questioni di teoria, e soltanto in secondo luogo le applicazioni di questa teoria alla pratica.”¹⁰⁹ Cionondimeno, proprio l’elaborazione di un quadro di riferimento teorico alternativo a quello dell’ortodossia ‘classica’, ha consentito all’economista di Cambridge di dare compiuta legittimazione a proposte di carattere normativo, già variamente avanzate durante la lunga crisi che

¹⁰⁷ “Non sorprende che il volume dell’investimento [...] compia di volta in volta ampie oscillazioni, giacché esso dipende da due insiemi di previsioni del futuro, e cioè la propensione al tesoreggiamento e le opinioni sul rendimento futuro dei beni capitali, nessuno dei quali poggia su adeguate o sicure fondamenta. Né vi è alcuna ragione per pensare che le oscillazioni in uno di questi fattori debbano tendere a compensare le oscillazioni nell’altro. Quando la stima dei rendimenti futuri si fa più pessimistica, non vi è alcuna ragione perché vi sia una caduta nella propensione al tesoreggiamento, anzi le condizioni che aggravano l’un fattore tendono di regola a far peggiorare anche l’altro, poiché le stesse circostanze che inducono al pessimismo riguardo ai rendimenti futuri sono atte ad accentuare la propensione al tesoreggiamento.” (Keynes (1937a), in *C.W.K.*, vol. XIV, [1996], p. 664)

¹⁰⁸ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 348.

¹⁰⁹ *Ibidem*, p. 171. La maggiore importanza attribuita da Keynes alle conclusioni teoriche rispetto alle proposte di politica economica contenute nella *Teoria generale* emerge con ancora maggior chiarezza da un importante articolo pubblicato nel febbraio del 1937, in cui Keynes replica ad alcune osservazioni critiche rivolte alla sua opera più nota: “Quella che io propongo [...] è una teoria che spiega perché la produzione e l’occupazione siano così soggette a fluttuazioni; essa non offre una soluzione bell’e pronta al problema di evitare queste fluttuazioni e mantenere costantemente la produzione a un livello ottimale. Ma essa è, propriamente parlando, una teoria dell’occupazione in quanto spiega perché, in ciascuna circostanza, l’occupazione è quella che è. Naturalmente io sono interessato non solo alla diagnosi ma anche alla cura, e a questa sono dedicate molte pagine del mio libro. Tuttavia ritengo che per quanto riguarda la cura, le mie proposte, le quali, lo riconosco apertamente, non sono sviluppate in modo compiuto, si collochino su un piano diverso da quello della diagnosi. Non pretendono di essere definitive [...] e sono inevitabilmente riferite alle condizioni del momento. Le mie ragioni per distaccarmi dalla teoria tradizionale sono invece molto più profonde. Esse sono di carattere molto generale e le considero definitive.” (Keynes (1937a), in *C.W.K.*, vol. XIV, [1996], pp. 666-667)

ha attanagliato la Gran Bretagna negli anni '20 del secolo scorso, ma che spesso sono state considerate come frutto di valutazioni estemporanee.

In una bozza della *Teoria generale* risalente al 1933, Keynes offre un elenco sintetico di tre misure di politica fiscale e di politica monetaria attraverso le quali le autorità di governo possono ricondurre una economia imprenditoriale (*entrepreneur economy*) a una condizione di *neutralità*, una condizione, cioè, in cui il livello della domanda aggregata è tale da riprodurre le condizioni di piena occupazione che caratterizzano il mondo della economia cooperativa (*co-operative economy*) descritto dalla teoria 'classica'¹¹⁰:

- 1) Spese governative in deficit per consumi collettivi e investimenti pubblici;
- 2) Variazioni del tasso di interesse per stimolare la spesa per beni di investimento;
- 3) La redistribuzione dei redditi in favore dei ceti che hanno maggiore propensione al consumo.¹¹¹

Per quanto riguarda il punto 3), nella *Teoria generale* Keynes sottolinea che “la crescita della ricchezza, lungi dal dipendere dall’astinenza dei ricchi, come in generale si suppone, ne è probabilmente ostacolata. Viene quindi a cadere una delle principali giustificazioni sociali delle forti disuguaglianze di ricchezza. Non dico che non vi siano altre ragioni, non toccate dalla nostra teoria, atte a giustificare un certo grado di disuguaglianza in certe circostanze. Ma quella conclusione elimina la principale fra le ragioni per le quali finora abbiamo ritenuto prudente muoverci con cautela.”¹¹² Tuttavia, corrispondendo con James Meade, nell’aprile del 1943 Keynes manifesta un certo scetticismo sulla possibilità di incidere sul livello dei consumi attraverso variazioni della imposizione fiscale:

¹¹⁰ “It is easy to conceive of a community in which the factors of production are rewarded by dividing up in agreed proportions the actual output of their co-operative efforts. This is the simplest case of a society in which the presuppositions of the classical theory are fulfilled. But they would also be fulfilled in a society of the type in which we actually live, where the starting up of productive processes largely depends on a class of entrepreneurs who hire the factors of production for money and look to their recoupment from selling the output for money, provided that the whole of the current incomes of the factors of production are necessarily spent, directly or indirectly on purchasing their own current output from the entrepreneurs. The first type of society we will call a *real-wage* or *co-operative economy*. The second type, in which the factors are hired by entrepreneurs for money but where there is a mechanism of some kind to ensure that the exchange value of the money incomes of the factors is always equal in the aggregate to the proportion of current output which would have been the factor’s share in a co-operative economy, we will call a *neutral entrepreneur economy*, or a *neutral economy* for short. The third type, of which the second is a limiting case, in which the entrepreneurs hire the factors for money but without such a mechanism as the above, we will call a *money-wage* or *entrepreneur economy*.” (Keynes (1933b), in *C.W.K.*, vol. XXIX, pp. 77-78)

¹¹¹ Keynes (1933c), in *C.W.K.*, vol. XXIX, p. 95.

¹¹² Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 567.

[...] one has not enough experience to say that short-term variations in consumption are in fact practicable. People have established standards of life. Nothing will upset them more than to be subject to pressure constantly to vary them up and down. A remission of taxation on which people could only rely for an indefinitely short period might have very limited effects in stimulating their consumption. And, if it was successful, it would be extraordinarily difficult from the political angle to reimpose the taxation again when employment improved.¹¹³

Inoltre, nella *Teoria generale*, Keynes avanza seri dubbi anche sull'efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria indicato al punto 2) di cui sopra:

Se [...] ci venisse la tentazione di asserire che la moneta è la bevanda che stimola l'attività del sistema, dovremmo rammentarci che vi possono essere parecchi diaframmi fra il bicchiere e le labbra. Infatti, mentre può attendersi che un aumento della quantità di moneta riduca, *cet. par.*, il tasso di interesse, ciò non accadrà se le preferenze per la liquidità del pubblico aumentano più della quantità della moneta; e mentre può attendersi che una riduzione del tasso di interesse accresca, *cet. par.*, il volume di investimento, ciò non accadrà se la scheda dell'efficienza marginale del capitale cala più rapidamente del tasso di interesse; e mentre può attendersi che un aumento del volume di investimento accresca, *cet. par.*, l'occupazione, può darsi che ciò non accada se la propensione al consumo diminuisce.¹¹⁴

Pertanto, in buona misura, il successo della ricetta per indirizzare il sistema verso una situazione di piena occupazione dipende dalla spesa pubblica:

Mentre [...] l'allargamento delle funzioni di governo, richiesto dal compito di equilibrare l'una all'altro la propensione a consumare e l'incentivo a investire, sarebbe sembrato ad un pubblicista del diciannovesimo secolo o ad un finanziere americano contemporaneo una terribile usurpazione ai danni dell'individualismo, io lo difendo, al contrario, sia come l'unico mezzo attuabile per evitare la distruzione completa delle forme economiche esistenti, sia come la condizione di un funzionamento soddisfacente dell'iniziativa individuale.¹¹⁵

¹¹³ Keynes (1943a), in *C.W.K.*, vol. XXVII, p. 319.

¹¹⁴ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 359.

¹¹⁵ *Ibidem*, p. 574. La maggiore importanza attribuita da Keynes alla politica fiscale rispetto a quella monetaria emerge anche da una lettera del 7 luglio del 1943 indirizzata a Josiah Wedgwood, l'allora Direttore della Banca d'Inghilterra: "It is not quite correct that I attach primary importance to the rate of interest. What I attach primary importance to is the scale of investment and am interested in the low interest rate as one of the elements furthering this. But I should regard state intervention to encourage investment as probably a more important factor than low rates of interest taken in isolation." (Keynes (1943b), in *C.W.K.*, vol. XXVII, p. 350)

In Inghilterra, l'opportunità di combattere la disoccupazione attraverso la spesa pubblica in deficit era già stata avanzata all'inizio degli anni '20, sulla scia del dibattito sui programmi per lo sviluppo dei servizi sociali realizzati all'inizio del '900. Pierluigi Sabbatini (2004) ricorda che il primo economista a sostenere che le opere pubbliche potevano avere un'influenza positiva sull'occupazione fu Pigou. La posizione di Pigou venne aspramente criticata in un famoso articolo di Ralph Hawtrey (1925) che riassumeva il punto di vista negativo del Tesoro britannico sull'utilità delle opere pubbliche finanziate a debito. Hawtrey, infatti, sostenne che i programmi di spesa pubblica in deficit non potevano contribuire all'aumento della produzione e dell'occupazione, perché le risorse impiegate dal governo venivano sottratte agli investimenti privati (Capitolo 2, paragrafo 2.4.3.).

Keynes entrò nel dibattito nel 1929 con un *pamphlet* scritto assieme a Hubert Henderson in cui i due autori davano sostegno al programma elettorale di Lloyd George (*Can Lloyd George Do It?*),¹¹⁶ asserendo che un investimento in opere pubbliche avrebbe prodotto un aumento del reddito maggiore della spesa iniziale.

Sollecitato da Keynes, durante l'estate del 1930 Richard Kahn sviluppò compiutamente la versione embrionale del principio del moltiplicatore contenuta in *Can Lloyd George Do It?*, pubblicando gli esiti del suo lavoro sull'*Economic Journal* nel giugno del 1931.¹¹⁷ Armato dello strumento messo a disposizione da Kahn, Keynes rispose il suo pensiero sulla possibilità di superare la crisi attraverso i programmi di spesa pubblica in un nuovo saggio, *The Means to Prosperity*,¹¹⁸ illustrando in modo molto più dettagliato come una spesa pubblica maggiore del gettito fiscale consentisse non solo di creare redditi maggiori della spesa iniziale, ma anche di generare i risparmi e gli introiti fiscali necessari a darle copertura finanziaria.

Negli anni della Grande depressione, i canali utilizzati da Keynes per promuovere le sue ricette di politica economica furono molteplici. Oltre che sui libri e sulla saggistica, Keynes fece affidamento anche sulle riviste di carattere accademico e sui giornali quotidiani. Inoltre, egli difese il suo punto di vista contrario all'austerità anche durante i lavori del *Macmillan Committee* e dell'*Economic Advisory Council* e nel corso di diverse trasmissioni radiofoniche. In particolare, Keynes anticipò i concetti espressi in *The Means to Prosperity* in una celebre conversazione radiofonica condotta con Sir Josiah Stamp, all'epoca Direttore della Banca d'Inghilterra. Keynes iniziò questa conversazione sottolineando gli effetti negativi di un aumento della propensione al risparmio:

¹¹⁶ Keynes e Henderson (1929), in *C.W.K.*, vol. IX, pp. 86-125.

¹¹⁷ Per maggiori dettagli, si vedano Kahn (1984) e Marcuzzo (2002, 2014).

¹¹⁸ Keynes (1933d), in *C.W.K.*, vol. IX, pp. 335-366.

Ogni volta che qualcuno decurta la sua spesa, sia costui un singolo individuo, o un Consiglio Comunale o un Ministero, il mattino seguente qualcun altro sicuramente vedrà il suo reddito decurtato. La storia tuttavia non finirà lì, poiché, a sua volta, chi si sveglia scoprendo che il suo reddito è stato decurtato o di essere stato licenziato a causa di quel dato risparmio, costui sarà costretto a sua volta a diminuire la sua spesa, volente o nolente.¹¹⁹

Keynes spiega che, in tempi di crisi economica, la naturale inclinazione alla prudenza delle famiglie e delle imprese deve essere controbilanciata dall'iniziativa pubblica. Soltanto in questo modo si può dare avvio al processo che porta all'uscita dalla crisi:

Il responsabile non è il privato e singolo individuo e quindi non ci si può ragionevolmente aspettare che la compensazione di spesa possa giungere da azioni individuali. Ecco perché insisto tanto a favore dell'intervento delle autorità pubbliche. Sono queste che devono metter in moto il processo. Non si può pensare che gli individui inizino a spendere di più, proprio quando alcuni di loro stanno già indebitandosi; non si può pensare che gli imprenditori aumentino gli investimenti, in un momento in cui già stanno subendo perdite. È la comunità organizzata istituzionalmente che deve ricercare modi saggi per spendere e dare inizio al processo.¹²⁰

Per quanto riguarda gli effetti della spesa in deficit sull'equilibrio del bilancio pubblico Keynes osserva che:

[...] mai si riuscirà ad equilibrare il bilancio tramite misure che riducono il reddito nazionale: il Ministro delle Finanze non farebbe che mordere la sua stessa coda. La sola possibilità di equilibrare il bilancio, nel lungo periodo, è quella di riportare la situazione economica a valori normali, senza vedere aggiunto l'enorme peso della disoccupazione. Per questo sostengo che, anche considerando il bilancio come metro di giudizio, il criterio per giudicare se il risparmio sia utile o no è lo stato dell'occupazione.¹²¹

Keynes quindi denuncia senza mezzi termini la 'follia oltraggiosa' delle politiche di austerità:

[...] la deliberata riduzione di investimenti utili normali mi sembra, nelle attuali circostanze, una follia e, addirittura una politica oltraggiosa, ché anzi questi dovrebbero normalmente essere effettuati tramite debito. [...] Dovrebbero chiamarla «campagna nazionale per l'aumento della disoccupazione»!¹²²

¹¹⁹ Keynes (1933e), in *C.W.K.*, vol. XXI, [2013], pp. 15-16.

¹²⁰ *Ibidem*, p. 20.

¹²¹ *Ibidem*, pp. 22-23.

¹²² *Ibidem*, p. 19. Maria Cristina Marcuzzo (2017, p. 17) riporta altri due esempi di come i pregiudizi comuni contro la spesa pubblica abbiano solleticato la naturale predisposizione di Keynes per il

Per Keynes, l'ossessione per il pareggio di bilancio rappresenta una "parodia dell'incubo del contabile":

Nel XIX secolo si sviluppò fino a un livello stravagante il criterio che, per brevità, possiamo chiamare del tornaconto finanziario, come test per valutare l'opportunità di intraprendere un'iniziativa di natura sia privata che pubblica. Ogni manifestazione vitale fu trasformata in una sorta di parodia dell'incubo del contabile. Invece di utilizzare l'immenso incremento delle risorse materiali e tecniche per costruire la città delle meraviglie, si crearono i bassifondi; e si pensò che fosse giusto e ragionevole farlo perché questi, secondo i criteri dell'impresa privata «fruttavano», mentre la città delle meraviglie sarebbe, si pensava, un atto di follia che avrebbe, nell'imbecille linguaggio di stile finanziario, «ipotecato il futuro». Ma nessuno può credere oggi che l'edificazione di opere grandi e belle possa impoverire il futuro a meno che non sia ossessionato da false analogie tratte da una astratta mentalità contabile. Eppure ancora oggi passiamo il nostro tempo, in parte invano ma in parte – devo dire – con successo, nel cercare di convincere i nostri connazionali che l'intero paese sarebbe sicuramente più ricco se il macchinario non utilizzato e gli uomini disoccupati fossero impiegati per la costruzione delle case in cui c'è bisogno piuttosto che ricevere un aiuto per rimanere oziosi. Infatti le menti di questa generazione sono ancora così offuscate da calcoli fasulli che esse non si fidano di conclusioni che sarebbero ovvie, se non si desse credito a un sistema di contabilità finanziaria che mette in dubbio il «rendimento» di tali iniziative. Dobbiamo rimanere poveri perché non frutta essere ricchi. Dobbiamo vivere in stamberghie non perché siamo incapaci di costruire palazzi ma perché non possiamo «permetterceli».¹²³

Nella *Teoria generale*, Keynes affronta il tema della spesa pubblica in deficit unendo alla sua predisposizione al commento caustico anche il suo gusto per il paradosso. Per affermare il principio che la spesa in beni e servizi genera reddito, non già perché è necessariamente utile in sé, ma perché genera domanda (Marcuzzo (2017), p. 16), Keynes provocatoriamente propone che, in mancanza d'altro, i disoccupati potrebbero essere impiegati appaltando a imprese private i lavori di scavo necessari per recuperare bottiglie piene di biglietti di banca precedentemente fatte sotterrare dal Tesoro.¹²⁴ Similmente, egli fa riferimento alla costruzione delle piramidi

commento caustico: "When we have unemployed men and unemployed plant [...] it is utterly imbecile to say that we cannot *afford* these things. *For it is with the unemployed men and the unemployed plant, and with nothing else, that these things are done.* To have labour and cement and steel and machinery and transport lying by, and to say that you cannot *afford* to embark on harbour works or whatever it may be is the delirium of mental confusion." (Keynes (1928), in *C.W.K.*, vol. XIX, p. 765). E ancora: "The man who regards [extra government expenditure] as a senseless extravagance which will impoverish the nation, as compared with doing nothing and leaving millions unemployed, should be recognised for lunatic." (Keynes (1934), in *C.W.K.*, vol. XXI, p. 338)

¹²³ Keynes (1933a), in *C.W.K.*, vol. XXI, [2004], pp. 101-102.

¹²⁴ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 316.

nell'antico Egitto o alla edificazione di maestose cattedrali nel Medio Evo.¹²⁵ Con quest'ultimo esempio, Keynes sottolinea come l'utilità dell'atto di spesa non sia necessariamente accompagnato da altrettanta efficacia nella lotta alla disoccupazione. Infatti, "due piramidi o due messe per i defunti valgono il doppio di una: ma non così due ferrovie da Londra a York."¹²⁶

Sulla base di queste considerazioni, Maria Cristina Marcuzzo (2017, p. 17) conclude che, nel mondo descritto da Keynes, il vero spreco di risorse non consiste in forme di spesa pubblica di cui non si avverte una reale utilità economica, bensì nella mancata utilizzazione di persone rimaste involontariamente disoccupate.

Tuttavia, anche se Keynes pensava che, in una situazione di crisi, fosse possibile trarre vantaggio persino dallo scavo di buche o dalla costruzione di piramidi e cattedrali, non è vero che il suo sguardo fosse orientato esclusivamente al breve periodo e che egli non si ponesse il problema della produttività e dell'utilità della spesa pubblica.

Infatti, tratteggiando i profili della filosofia sociale che discende dall'analisi svolta nella *Teoria generale*, nell'ultimo capitolo della sua opera più nota Keynes non si limita a ribadire la necessità di adottare "misure per la redistribuzione del reddito in modo da tendere ad elevare la propensione al consumo,"¹²⁷ e l'opportunità, dato lo stato dell'aspettativa di lungo termine, di "ridurre il tasso di interesse fino a quel punto, relativamente alla scheda dell'efficienza marginale del capitale, al quale vi è piena occupazione."¹²⁸ Egli, invece, si spinge fino a proporre la "socializzazione di una certa ampiezza dell'investimento" come "l'unico mezzo per farci avvicinare alla piena occupazione; sebbene ciò non escluda necessariamente ogni sorta di espedienti e di compromessi coi quali la pubblica autorità collabori con l'iniziativa privata."¹²⁹

Keynes ha affermato l'esigenza di trasformare l'economia del *laissez-faire* in una *economia mista* già in conclusione del dodicesimo capitolo della *Teoria generale* :

Per mio conto, sono alquanto scettico sulle possibilità di successo di una politica esclusivamente monetaria intesa ad influire sul tasso di interesse. Vorrei vedere che lo Stato – che è in condizioni di calcolare l'efficienza marginale di beni capitali in base a considerazioni a lunga portata e in vista del vantaggio sociale generale – si assumesse una sempre maggiore responsabilità nell'organizzare direttamente l'investimento; poiché sembra probabile che le fluttuazioni della valutazione del mercato sull'efficienza marginale di diversi tipi

¹²⁵ *Ibidem*, p. 317.

¹²⁶ *Ibidem*.

¹²⁷ *Ibidem*, p. 567.

¹²⁸ *Ibidem*, p. 569.

¹²⁹ *Ibidem*, p. 572.

di capitale [...] siano troppo ampie per poter essere compensate da qualsiasi variazione attuabile del tasso di interesse.¹³⁰

Ma nonostante la denuncia degli elementi di fragilità che caratterizzano l'organizzazione economica di tipo capitalista, Keynes continua a nutrire fiducia nelle sue virtù di fondo:

[...] se le nostre autorità centrali di controllo riuscissero a stabilire un volume complessivo di produzione corrispondente per quanto possibile alla piena occupazione, la teoria classica si affermerà di nuovo da quel punto in avanti. [...] Quindi, salva la necessità di controlli centrali allo scopo di perseguire l'equilibrio fra la propensione a consumare e l'incentivo ad investire, non vi è maggior ragione di socializzare la vita economica di quanta ve ne fosse prima. [...] il risultato di colmare le manchevolezze della teoria classica è [...] di indicare la natura dell'ambiente richiesto dal libero gioco delle forze economiche, affinché questo libero gioco possa realizzare le sue intere capacità produttive. I controlli centrali necessari ad assicurare la piena occupazione richiederanno naturalmente una vasta estensione delle funzioni tradizionali di governo. [...] Ma rimarrà ancora largo campo all'esercizio dell'iniziativa e della responsabilità individuale. Entro questo campo, i vantaggi tradizionali dell'individualismo varranno ancora.¹³¹

¹³⁰ *Ibidem*, p. 350.

¹³¹ *Ibidem*, pp. 572-573.

CAPITOLO 9

Dalla 'vecchia' alla 'nuova' sintesi neoclassica

1. La 'vecchia' sintesi neoclassica

Il termine *sintesi neoclassica* è stato coniato da Paul Samuelson per denotare il consenso raggiunto dalla professione economica sui contenuti della teoria macroeconomica che avrebbe dominato la scena tra gli anni '40 e i primi anni '70 del secolo scorso. Il dibattito che ha condotto alla formulazione della sintesi neoclassica ha riguardato i principali elementi di novità introdotti da Keynes nella *Teoria generale* e la misura in cui queste innovazioni potevano essere riconciliate con il quadro teorico definito dall'economia 'classica' pre-keynesiana.¹

Il primo e più noto tentativo di interpretazione dell'opera maggiore di Keynes è quello legato al nome di John Hicks. In un celebre articolo del 1937 (*Mr Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation*), Hicks ha dato il via al processo di matematizzazione della *Teoria generale*, contrapponendo a un primo sistema composto dalle tre equazioni

$$M = kI, \quad I_x = C(i), \quad I_x = S(i, I),$$

rappresentativo della teoria 'classica', un secondo sistema di tre equazioni

$$M = L(I, i), \quad I_x = C(i), \quad I_x = S(I),$$

invece rappresentativo dell'impianto analitico che, a suo giudizio, emergeva dalla *Teoria generale*.²

Come si può notare, per ottenere il modello 'keynesiano' Hicks modifica il modello 'classico' in due modi:

Da una parte la domanda di moneta viene concepita come dipendente [anche] dal tasso di interesse (preferenza per la liquidità). D'altra parte si omette qualsiasi possibile influenza del tasso di interesse sulla quantità risparmiata da

¹ "In recent years 90 per cent of American Economists have stopped being 'Keynesian economists' or 'anti-Keynesian economists'. Instead they have worked toward a synthesis of whatever is valuable in older economics and in modern theories of income determination. The result might be called neo-classical economics and is accepted in its broad outlines by all but about 5 per cent of extreme left wing and right wing writers." (Samuelson 1948 [1955], p. 212)

² Si confronti Hicks (1937) [1971], pp. 108-109. Nella simbologia utilizzata da Hicks, I indica il reddito totale, I_x rappresenta il reddito percepito nel settore dei beni di investimento, mentre i è il tasso di interesse. (*Ibidem*, p. 105). Hicks, inoltre, assume esplicitamente che "w, il salario monetario pro-capite possa considerarsi dato" (*Ibidem*, p. 104). Di conseguenza, l'analisi di Hicks prescinde dalla distinzione tra variabili reali e monetarie.

un dato reddito. [...] ciò significa che la terza equazione [del modello 'keynesiano'] diventa l'equazione del moltiplicatore.³

In altre parole, Hicks caratterizza il modello della *Teoria generale* attraverso l'accoglimento del principio della domanda effettiva, dell'idea, cioè, che il livello del reddito venga determinato dal lato della domanda aggregata, e attraverso l'accoglimento della teoria della preferenza per la liquidità, ovvero dell'idea che il tasso di interesse sia un fenomeno monetario determinato dall'incontro tra la domanda e l'offerta di moneta.⁴

L'equilibrio del sistema 'keynesiano' è caratterizzato dalla coppia di valori del reddito nominale e del tasso di interesse in corrispondenza dei quali, data la quantità di moneta determinata esogenamente dalle autorità monetarie, sia il mercato della moneta che il mercato dei beni sono in equilibrio. Il sistema a tre equazioni 'keynesiano' si riduce quindi a un sistema a due equazioni simultanee che dà vita al modello *IS – LL* di Hicks (figura 23), un modello che, grazie a un successivo contributo di Alvin Hansen (1949), diverrà famoso con il più noto acronimo *IS – LM*.

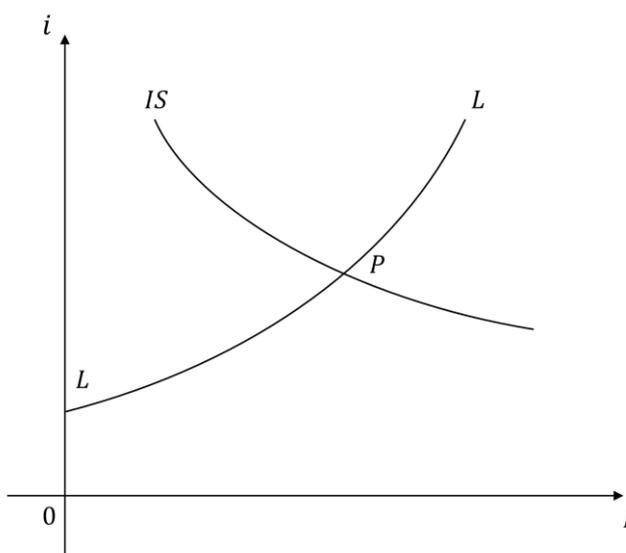


Figura 23 – Il modello *IS – LL* di Hicks
(Fonte: Hicks (1937) [1971], p. 110)

³ *Ibidem*, p. 108.

⁴ “[...] ora è il tasso di interesse, e non il reddito, che viene determinato dalla quantità di moneta. Il saggio di interesse rapportato alla curva dell'efficienza marginale del capitale determina il valore dell'investimento; e ciò determina, mediante il moltiplicatore, il reddito. Allora il volume di occupazione (a dati saggi di salario) è determinato dal valore dell'investimento e del reddito che non viene risparmiato ma speso in beni di consumo.” (*Ibidem*, p. 109)

Scrive Hicks:

Rispetto ad una data quantità di moneta, la prima equazione, $M = L(I, i)$, ci dà una relazione tra reddito (I) e tasso di interesse (i). Ciò si può disegnare come una curva (LL) inclinata verso l'alto, poiché un aumento di reddito tende ad aumentare la domanda di moneta, e un aumento del saggio d'interesse tende ad abbassarla. Inoltre, le ultime due equazioni prese assieme ci danno un'altra relazione tra reddito e interesse. (La curva dell'efficienza marginale del capitale determina il valore dell'investimento ad ogni dato saggio di interesse, e il moltiplicatore ci dice quale livello di reddito sarà necessario per rendere il risparmio uguale a quel valore dell'investimento). Si può pertanto disegnare la curva IS illustrante la relazione tra reddito e interesse che deve valere per rendere il risparmio uguale all'investimento. Il reddito e il tasso di interesse sono ora determinati insieme in P , il punto di intersezione tra le curve LL e IS . Essi sono determinati contemporaneamente; proprio come prezzo e produzione sono simultaneamente determinati nella moderna teoria della domanda e dell'offerta.⁵

Il modello Hicks-Hansen non contempla esplicitamente il mercato del lavoro. Questa lacuna è però stata colmata da Franco Modigliani in un altro fondamentale contributo per la definizione dello schema teorico della sintesi neoclassica. In *Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money* (1944), Modigliani infatti amplia il modello interpretativo della *Teoria generale* elaborato da Hicks introducendo il mercato del lavoro e rilassando l'ipotesi di rigidità dei salari nominali. In questo modo, Modigliani mostra che l'equilibrio di sottoccupazione ipotizzato da Keynes nella *Teoria generale* è soltanto temporaneo e che, nonostante l'accettazione della teoria del moltiplicatore e della teoria della preferenza per la liquidità, per effetto dell'esistenza di meccanismi di aggiustamento automatici, il sistema è destinato a ritornare alla condizione di equilibrio che caratterizza il modello macroeconomico di derivazione neoclassica.

Per certi versi, l'allontanamento dai contenuti rivoluzionari della *Teoria generale* derivante dai tentativi di sintesi tra le innovazioni teoriche proposte da Keynes e il quadro analitico dell'economia 'classica' è imputabile a Keynes stesso. A questo proposito, Hyman Minsky osserva che:

Nella *Teoria generale* possiamo individuare linee di pensiero tra loro diverse e divergenti. Alcune sono intimamente legate alla tradizione classica e testimoniano il fatto che Keynes non riuscì a liberarsi completamente da quei "modi abituali di pensiero e di espressione" [...] verso i quali egli stesso ci metteva in guardia nella introduzione della *Teoria generale*. Seguendo altre linee di pensiero invece Keynes riuscì effettivamente a liberarsi delle vecchie idee tradizionali. [...] Nei confronti [dei] [...] critici di orientamento ortodosso,

⁵ *Ibidem*, pp. 109-110.

Keynes assunse un atteggiamento distaccato, elargendo tutt'al più un assenso poco convinto. In mancanza di una netta presa di posizione da parte di Keynes, l'interpretazione ortodossa, secondo la quale, paradossalmente, la teoria di Keynes appartiene a quella tradizione classica che intendeva soppiantare, può vantare oggi una certa pretesa di legittimità.⁶

Nel capitolo precedente (paragrafo 4.1.) abbiamo visto che, nella *Teoria generale*, Keynes postula l'esistenza di una pluralità di tassi di interesse 'naturali', ciascuno dei quali è associato a un diverso livello del reddito e dell'occupazione. Nella figura riprodotta nel Capitolo 14 della *Teoria generale*, Keynes indica diverse combinazioni del livello del reddito e del tasso di interesse in corrispondenza delle quali il mercato dei beni è in equilibrio. Don Patinkin (1990, p. 257) quindi sottolinea come, sul piano logico, l'unico diagramma inserito nella *Teoria generale* equivalga alla curva *IS* individuata da Hicks.

Il riconoscimento circa l'esistenza di una pluralità di tassi di interesse 'naturali' comporta che possa esistere anche un tasso di interesse in corrispondenza del quale l'equilibrio sul mercato dei beni, definito dall'uguaglianza tra i risparmi e gli investimenti, è coerente con il livello del reddito di piena occupazione [$I(r) = S(Y^*)$] (figura 24).

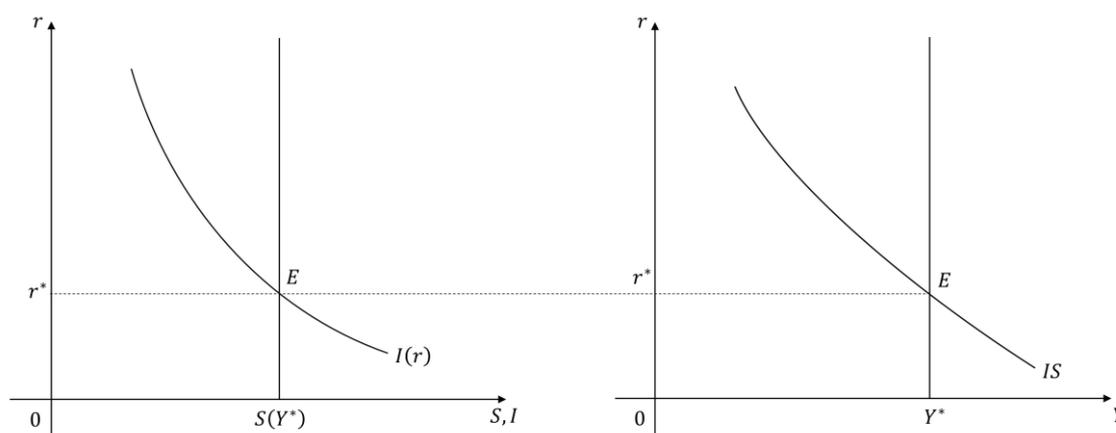


Figura 24 – La *Teoria generale* e il tasso di interesse 'naturale' corrispondente all'equilibrio di piena occupazione

⁶ Minsky (1975) [2009], pp. 6-7. La legittimità della interpretazione ortodossa della *Teoria generale* è stata spesso difesa citando i contenuti di una lettera del 31 marzo del 1937 in cui Keynes, commentando una bozza del famoso articolo di Hicks, sostanzialmente accetta la validità dello schema *IS – LL* (si veda, per esempio, Patinkin (1990), pp. 256-257). Keynes, infatti, apre la lettera indirizzata a Hicks dichiarando: “At long last I have caught up with my reading and have been through the enclosed. I found it very interesting and really have next to nothing to say by way of criticism.” (Keynes (1937c), in *C.W.K.*, vol. XIV, p. 79)

In effetti, nella *Teoria generale* Keynes afferma che “il tasso naturale [...] compatibile con un’occupazione *piena* [...] potrebbe [...] chiamarsi il tasso *ottimo*.”⁷ Inoltre, nel terzo capitolo della sua opera più nota Keynes spiega che, per comprendere il principio della domanda effettiva, è necessario fare riferimento “alla teoria del tasso di interesse e alle ragioni per cui esso non discende automaticamente al livello opportuno”.⁸ Più avanti, nel Capitolo 15, egli infine sottolinea che “il tasso di interesse [...] può fluttuare per decine di anni intorno ad un livello che è cronicamente troppo alto per un’occupazione piena.”⁹

L’affermazione di Keynes circa l’esistenza di un tasso di interesse ‘ottimo’ o ‘opportuno’ rappresenta una rilevante concessione alle tesi dell’ortodossia ‘classica’, perché, se è possibile individuare dei meccanismi che consentono di ricondurre il livello del tasso di interesse ‘monetario’ determinato dalla preferenza per la liquidità al livello del tasso di interesse ‘naturale’ di piena occupazione, allora è anche possibile argomentare che l’invalidità della legge di Say e l’instabilità delle economie di tipo capitalista sono legate esclusivamente a fluttuazioni di breve periodo della domanda aggregata.¹⁰

Nel Capitolo 19 della *Teoria generale*, Keynes ammette che, in linea di principio, il sistema economico dispone di meccanismi autoequilibratori che dipendono dall’“effetto che un livello discendente dei salari e dei prezzi avrebbe sulla domanda di moneta”.¹¹ Per Keynes, una caduta dei salari monetari e dei prezzi produce una diminuzione del tasso di interesse ‘monetario’ analoga a quella che si avrebbe, se la Banca centrale aumentasse la quantità di moneta:

Riducendo i salari e al tempo stesso lasciando invariata la quantità di moneta, possiamo [...] produrre sul tasso di interesse precisamente gli stessi effetti che possiamo produrre accrescendo la quantità di moneta e al tempo stesso lasciando invariato il livello dei salari. [...] Se infatti i lavoratori, ogni qual volta l’occupazione fosse meno che piena, fossero sempre in condizione di svolgere un’azione concertata (e di fatto la svolgessero), intesa a ridurre le proprie domande monetarie, fino a qualunque punto fosse richiesto per rendere la moneta tanto abbondante rispetto all’unità di salario da far scendere il tasso di

⁷ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 434.

⁸ *Ibidem*, pp. 215-216.

⁹ *Ibidem*, p. 392.

¹⁰ Secondo Joan Robinson (1971 [1972], p. 89), le concessioni di Keynes alla teoria ‘classica’ del tasso di interesse sono dovute al suo timore che le innovazioni teoriche contenute nella *Teoria generale* venissero liquidate come un fraintendimento della posizione ortodossa: “[...] nel sistema ortodosso contro cui Keynes doveva sferrare il suo attacco, il saggio di interesse, confuso con il saggio di rendimento degli investimenti, era il meccanismo regolatore, che determinava la quantità di risparmio da investire, e assicurava l’equilibrio di pieno impiego. Per farsi ascoltare, dovette fare tutte le concessioni possibili a questo proposito. [...] [Altrimenti] il suo discorso sarebbe stato rifiutato, come se fosse un’interpretazione errata della posizione ortodossa. Fu costretto, ad accettare le posizioni dei suoi avversari, per farle saltare dopo, dall’interno.”

¹¹ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 456.

interesse ad un livello compatibile con la piena occupazione, avremmo in realtà una manovra monetaria, mirante alla piena occupazione, svolta da parte dei sindacati dei lavoratori, invece che dal sistema bancario.¹²

La descrizione dell'impatto di una diminuzione dei salari monetari e dei prezzi sul tasso di interesse fornita da Keynes ha spinto gli economisti che hanno sviluppato i modelli della sintesi neoclassica a definire compiutamente la dinamica del meccanismo di aggiustamento automatico abbozzato nella *Teoria generale*. Il funzionamento di quello che è diventato noto con il nome di 'effetto Keynes' può essere rappresentato nel modo seguente:

$$\Delta^-w \rightarrow \Delta^-P \rightarrow \frac{M_s}{P} \downarrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow \Delta^+I \rightarrow \Delta^+Y = k\Delta^+I \rightarrow Y = Y^* .^{13}$$

In presenza di un equilibrio di sottoccupazione, sul mercato del lavoro esiste un eccesso di offerta che, prima o poi, spinge verso il basso i salari monetari. La diminuzione dei salari monetari consente alle imprese di massimizzare i loro profitti in corrispondenza di un livello dei prezzi più basso. Con la diminuzione del livello generale dei prezzi aumenta la quantità di moneta in termini reali. L'eccesso di offerta di moneta quindi determina un aumento del prezzo dei titoli e una caduta del tasso di interesse reale, cui fa seguito un aumento della spesa per beni di investimento che, attraverso il moltiplicatore, induce un aumento del livello del reddito e dell'occupazione. Il processo di aggiustamento termina quando il tasso di interesse 'monetario' (reale) è uguale al tasso 'naturale' (reale) coerente con l'equilibrio di piena occupazione. Per effetto della diminuzione del salario reale, a questo punto la domanda di lavoro ha raggiunto la posizione di equilibrio 'classica' determinata dall'intersezione tra le curve di domanda e di offerta di lavoro.¹⁴

¹² *Ibidem*, pp. 456-457.

¹³ Con l'abbandono dell'ipotesi di fissità dei salari nominali e dei prezzi che generalmente accompagna le dinamiche catturate dal modello *IS - LM*, una rigorosa descrizione dell' 'effetto Keynes' richiederebbe una trattazione in termini di tassi di crescita dell'offerta di moneta e di tassi di inflazione. Qui di seguito ci accontentiamo di illustrare il funzionamento dell' 'effetto Keynes' in modo semplificato, facendo riferimento a variazioni dei *livelli* delle grandezze rilevanti. Anche se la sua derivazione è in qualche modo impropria, il tasso di interesse preso in considerazione nelle figure seguenti, come anche quello che appare nella figura 24, deve quindi intendersi come un tasso di interesse *reale* nel senso attribuitogli da Irving Fisher (Capitolo 2, paragrafo 2.4.2.). Per una più rigorosa descrizione dell'*effetto Keynes* nel contesto di un modello *IS - LM* basato sulla presa in considerazione del tasso di crescita della quantità di moneta e del tasso di inflazione, si veda Carlin e Soskice (2006), pp. 91-94, 99-101 e 138-139.

¹⁴ Ciò comporta che, al termine del processo di aggiustamento, i prezzi siano diminuiti in misura minore rispetto alla diminuzione del salario monetario. Questa circostanza può essere illustrata partendo dalla condizione di massimizzazione dei profitti per un'impresa che opera in concorrenza perfetta già incontrata nel capitolo precedente (paragrafo 2.): $P = w/(d\theta/dN)$, ove $(d\theta/dN)$ rappresenta la produttività marginale del lavoro (*pml*). Possiamo quindi scrivere: $w/P = pml$ e, in termini di tassi di variazione, $pml = \dot{w} - \dot{p}$. L'ipotesi implicita nel funzionamento dell' 'effetto Keynes' è che, data la tecnologia, la variazione del rapporto tra lo stock di capitale e il numero di

La figura 25 mostra il funzionamento dell'*effetto Keynes* nell'ambito dello schema $IS - LM$. Partendo da un equilibrio di sottoccupazione ($Y = Y_0$), l'aumento della quantità reale di moneta si traduce in uno spostamento verso destra della curva LM , sino a quando, in conseguenza dell'aumento del livello generale dei prezzi da P_0 a P_1 , la LM interseca la curva IS nel punto caratterizzato dalla coppia di valori del reddito e del tasso di interesse corrispondente alla piena occupazione ($Y = Y^*, r = r^*$).

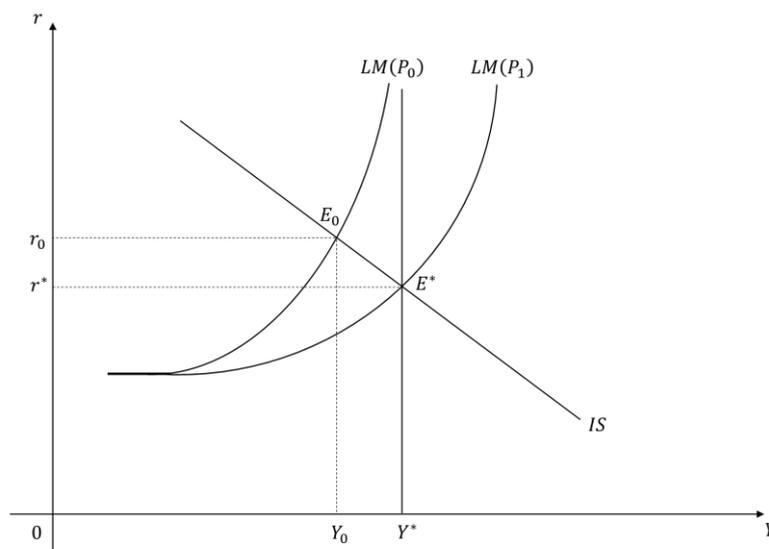


Figura 25 – L'effetto Keynes
(Fonte: Bianchi (1982), p. 148)

Sebbene, nel Capitolo 19 della *Teoria generale*, Keynes alluda agli effetti equilibratori potenzialmente messi in moto dalla riduzione dei salari monetari e dei prezzi, nel terzo capitolo egli afferma con estrema chiarezza che le implicazioni del suo modello di determinazione del reddito sono indipendenti dal grado di flessibilità dei salari monetari.¹⁵ Infatti, nello stesso Capitolo 19 Keynes indica una serie di motivi per i quali la flessibilità dei salari nominali finirebbe per produrre effetti controproducenti sul livello dei consumi e sulla propensione a investire:

lavoratori occupati determinata dall'aumento della spesa per beni di investimento e dall'aumento dell'occupazione sia tale da provocare una caduta della produttività marginale del lavoro. Se $pml < 0$, allora deve necessariamente essere $|\dot{p}| < |\dot{w}|$.

¹⁵ “[...] supporremo che il salario monetario e gli altri costi dei fattori siano costanti per unità di lavoro occupato; semplificazione che è introdotta soltanto per facilitare l’esposizione e che verrà eliminata più tardi. Il carattere essenziale del ragionamento rimane precisamente lo stesso sia nel caso che i salari monetari ecc. siano soggetti a variazioni, sia nel caso contrario.” (Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 456)

Una riduzione dei salari monetari ridurrà in una certa misura i prezzi. Essa implicherà quindi una qualche redistribuzione del reddito reale: *a)* dai percettori di salari ad altri fattori i quali entrano nel costo primo marginale e la cui remunerazione non è stata ridotta; *b)* dagli imprenditori ai redditieri ai quali è garantito un certo reddito fisso in termini di moneta. [...] l'effetto di questa redistribuzione sulla propensione al consumo per la collettività in complesso [...] verosimilmente sarà più facilmente avverso che favorevole. [...] D'altro lato, l'influenza deprimente esercitata sugli imprenditori dal maggior peso dei loro debiti può compensare in parte qualsiasi reazione ottimistica derivante dalla riduzione dei salari. Infatti se la discesa dei salari e dei prezzi si spinge molto avanti, l'imbarazzo di quegli imprenditori che sono gravemente indebitati può raggiungere presto il punto dell'insolvenza, con effetti gravemente avversi sull'investimento. Inoltre l'effetto esercitato dal più basso livello dei prezzi sull'onere reale del debito pubblico e quindi sulla tassazione arrecherà probabilmente grave danno alla fiducia del mondo degli affari.¹⁶

La rigidità dei salari monetari e dei prezzi rappresenta quindi un elemento che garantisce maggiore stabilità al sistema, perché impedisce che una diminuzione della propensione al consumo derivante da variazioni nella distribuzione dei redditi riduca il moltiplicatore degli investimenti e che possa manifestarsi una crisi debitoria da deflazione. Pertanto, Keynes conclude il Capitolo 19 della *Teoria generale* auspicando che, nel tempo, i salari monetari aumentino in misura proporzionale agli aumenti della produttività marginale del lavoro indotti dal progresso tecnologico:

[...] con una politica salariale rigida, la stabilità dei prezzi, nel breve periodo, si potrà ottenere soltanto se si riuscirà ad evitare fluttuazioni dell'occupazione. Nel periodo lungo, d'altra parte, ci rimane ancora da dover scegliere fra una politica che consenta ai prezzi di scendere lentamente col progresso della tecnica e degli impianti, mantenendo stabili i salari, e una politica che consenta ai salari di salire lentamente, mantenendo stabili i prezzi. In complesso la mia preferenza è per questa seconda alternativa, a causa della circostanza che mantenere il livello effettivo dell'occupazione relativamente vicino a quello dell'occupazione piena è più facile con un'aspettativa di maggiori salari futuri che con un'aspettativa di salari minori; oltretutto a causa dei vantaggi sociali della progressiva riduzione dell'onere dei debiti [...].¹⁷

Nella *Teoria generale*, Keynes dunque non si limita a sostenere che i salari monetari sono rigidi per motivi istituzionali. Egli invece afferma che, se il sistema si trova in equilibrio di sottoccupazione, la flessibilità dei salari peggiora le cose:

La teoria ortodossa, che Keynes attaccava, sosteneva che una riduzione dei salari monetari implica una riduzione dei salari reali, e che una riduzione dei salari reali porta a un aumento dell'occupazione. Il discorso di Keynes non era

¹⁶ *Ibidem*, pp. 452, 454.

¹⁷ *Ibidem*, p. 461.

quello che gli fu attribuito dai keynesiani [bastardi] - che i salari monetari sono rigidi per ragioni istituzionali. Era invece quello secondo cui, se i salari potessero essere ridotti durante la depressione, ciò farebbe peggiorare la situazione, perché porterebbe a una diminuzione dei prezzi e ad aspettative di diminuzioni successive, tanto da scoraggiare gli investimenti, mentre la diminuzione del valore monetario degli attivi (*assets*) ridurrebbe la disponibilità di credito e potrebbe provocare la bancarotta delle banche.¹⁸

Carluccio Bianchi riassume l'essenza del ragionamento di Keynes nel modo seguente:

La causa della depressione deve essere individuata nel circolo vizioso: basso livello della domanda → pessimismo delle aspettative → retroazione sulla domanda. L'inefficacia del sistema di mercato o di una politica di aumento dell'offerta di moneta a contrastare la depressione è dovuta alla difficoltà di modificare le aspettative pessimistiche autoalimentatesi. [...] Le riduzioni dell'interesse ottenibili con un aumento dell'offerta di moneta (o una caduta dei prezzi) sono impotenti a contrastare il fenomeno, perché si dovrebbe invece agire sulle aspettative. Se si volesse ribaltare la tendenza involutiva del sistema, inoltre, il tasso di interesse dovrebbe diventare, al limite, negativo, cosa impossibile per le caratteristiche distintive della moneta rispetto alle altre attività finanziarie.¹⁹

Ignorando le considerazioni di Keynes circa la possibilità che, anche in presenza di perfetta flessibilità dei salari monetari e dei prezzi, il sistema resti imprigionato in un equilibrio di sottoccupazione, gli economisti della sintesi neoclassica hanno ridotto la *Teoria generale* a una teoria in cui il mancato raggiungimento dell'equilibrio 'classico' è imputabile esclusivamente alla presenza di rigidità, frizioni e imperfezioni. Ecco allora che “[c]ontrariamente alle intenzioni di Keynes, per il quale la teoria neoclassica è un caso particolare, limitato al pieno impiego, della sua ‘teoria generale’, con la sintesi neoclassica risulta vero il contrario: è la teoria di Keynes a diventare un caso particolare, limitato alla presenza di certe rigidità nel sistema, della teoria neoclassica.”²⁰ A riprova di questa tesi, si consideri la seguente affermazione di Franco Modigliani:

I feel I was absolutely right in saying that the essence of Keynesian economics is wage rigidity. That is Keynes! Actually Keynes could have said that wages do not fall, but instead continue to rise no matter what unemployment you have. The whole European experience of the 1970s and 1980s is one in which unemployment continues to increase and is accompanied by rising nominal

¹⁸ Robinson (1971) [1972], pp. 97-98.

¹⁹ Bianchi (1982), pp. 144-145.

²⁰ *Ibidem*, pp. 149-150.

wages. So I still feel that this is the fundamental issue. If you do not have wage rigidity you have the classical model.²¹

Peraltro, gli economisti della ‘sintesi’ non si limitano a riconoscere la validità del modello che, a loro giudizio, emerge dalla *Teoria generale* soltanto nel caso generale della rigidità dei salari monetari. Essi, infatti, prendono in considerazione anche il caso particolare in cui il mancato ritorno all’equilibrio di piena occupazione ‘classico’ dipende dalla rigidità del tasso di interesse ‘monetario’. È questo il caso della cosiddetta ‘trappola della liquidità’ descritto da Keynes nel Capitolo 15 della *Teoria generale*, un caso limite che lo ha portato a ipotizzare che “le fluttuazioni della valutazione del mercato sull’efficienza marginale di diversi tipi di capitale [...] siano troppo ampie per poter essere compensate da qualsiasi variazione attuabile del tasso di interesse”²² e, quindi, a sottolineare l’importanza della politica fiscale e a proporre “la socializzazione di una certa ampiezza dell’investimento.”²³

Keynes esplicita il caso della ‘trappola della liquidità’ con riferimento a variazioni della quantità di moneta indotte dalle operazioni di mercato aperto della Banca centrale, ma le sue conclusioni sono evidentemente estendibili anche alle situazioni in cui si osserva un aumento della quantità reale di moneta causato dalla diminuzione dei salari monetari e dei prezzi. Keynes sottolinea che se, in corrispondenza di un tasso di interesse unanimemente considerato minimo, la preferenza per la liquidità diventa assoluta, le autorità monetarie potranno continuare a operare sul mercato acquistando titoli, ma che esse troveranno sempre degli speculatori disposti a venderli alle quotazioni già raggiunte. Ogni aumento della quantità di moneta sarà allora destinato a essere assorbito in scorte liquide, senza che il tentativo delle autorità monetarie di provocare ulteriori diminuzioni del tasso di interesse possa essere coronato dal successo.²⁴

Riferito al modello *IS – LM*, il caso della ‘trappola della liquidità’ trova rappresentazione nella figura 26. Come si può notare, quando, per effetto di uno spostamento verso sinistra della curva *IS* provocato da un peggioramento dell’aspettativa di lungo termine sui rendimenti prospettici degli investimenti, il nuovo tasso di interesse ‘naturale’ corrispondente all’equilibrio di piena occupazione

²¹ Modigliani, in Snowdon e Vane (1999), p. 244.

²² Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 350.

²³ *Ibidem*, p. 572.

²⁴ “È possibile [...] che, dopo che il tasso di interesse è caduto ad un dato livello, la preferenza per la liquidità divenga virtualmente assoluta, nel senso che quasi tutti preferiscano detenere moneta invece di titoli che fruttano un interesse così basso. In tal caso l’autorità monetaria avrebbe perduto il controllo effettivo sul tasso di interesse.” (*Ibidem*, pp. 396-397). Cionondimeno, Keynes si affretta ad affermare che “mentre questo caso-limite può diventare praticamente importante nel futuro, non ne conosco alcun esempio verificatosi finora. Del resto non vi è stata finora grande occasione di averne una prova, dato che generalmente le autorità monetarie non sono disposte a negoziare con decisione crediti a lungo termine.” (*Ibidem*, p. 397)

(r_1^*) viene a trovarsi al di sotto del tasso di interesse al quale la domanda di moneta diventa infinitamente elastica (r_{TL}), il processo cumulativo di riduzione dei salari e dei prezzi non è in grado di riportare il sistema alla posizione di piena occupazione. Infatti, in conseguenza del progressivo aumento della quantità reale di moneta, la LM continua a spostarsi verso destra. Tuttavia, poiché l'intersezione con la curva IS_1 si trova nel tratto orizzontale della LM , il tasso di interesse non può cadere nella misura necessaria al ripristino della situazione di piena occupazione (nel punto E_1^*).

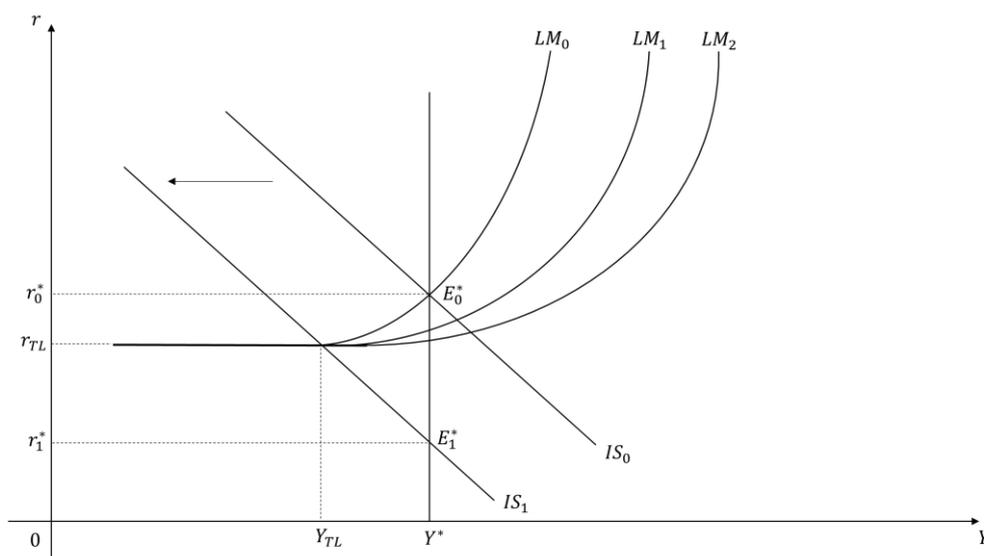


Figura 26 – La ‘trappola della liquidità’

Per gli economisti della ‘sintesi’, il mancato funzionamento dell’*effetto Keynes* nel caso limite della ‘trappola per la liquidità’ non si traduce però nell’ammissione che, seppure per motivi diversi da quelli che hanno indotto Keynes ad affermare la *generalità* dell’impianto analitico che emerge dalla sua opera più nota, il sistema può restare incagliato per un periodo indefinito in una posizione di equilibrio di sottoccupazione. La considerazione del cosiddetto ‘effetto Pigou’ permette infatti di considerare anche il caso della ‘trappola della liquidità’ come una mera situazione transitoria eliminabile attraverso meccanismi di aggiustamento automatici.

Negli anni ‘40 del secolo scorso Pigou (1943) ha sottolineato come il sistema fosse inevitabilmente destinato a tornare nella posizione di equilibrio di piena occupazione a seguito dell’impatto della flessibilità dei salari monetari e dei prezzi sulla ricchezza reale degli agenti economici. Se si assume che il consumo dipenda, oltre che dal reddito disponibile, anche dalla ricchezza reale, è possibile postulare che l’aumento della ricchezza dovuto a una diminuzione del livello generale dei

prezzi faccia crescere la componente autonoma della spesa per beni di consumo e, attraverso il meccanismo del moltiplicatore, il prodotto nazionale e l'occupazione.²⁵

Facendo nuovamente riferimento alla figura 26, si può quindi ipotizzare che la diminuzione dei salari monetari e dei prezzi produca non soltanto uno spostamento verso destra della curva LM (*effetto Keynes*), ma anche uno spostamento verso destra della curva IS_1 (*effetto Pigou*). Pertanto, il sistema è destinato a convergere verso un nuovo equilibrio di piena occupazione in corrispondenza di un tasso di interesse 'naturale' individuato dalla intersezione tra la curva LM_1 , o la curva LM_2 e il punto in cui la IS_1 finisce per incrociare la retta perpendicolare alle ascisse che rappresenta il livello di pieno impiego del reddito.

L'introduzione dell'*effetto Pigou* porta a coronamento i tentativi di ridurre le innovazioni contenute nella *Teoria generale* a semplici appendici della più generale teoria 'classica'.²⁶ Infatti, attraverso l'eliminazione della rilevanza della 'trappola della liquidità' è possibile relegare definitivamente l'incidenza delle fluttuazioni della domanda aggregata sui livelli del reddito e dell'occupazione al breve periodo. Nonostante la considerazione del principio della domanda effettiva e della teoria della preferenza per la liquidità, il sistema è inevitabilmente destinato a convergere verso il centro di gravitazione definito dalla teoria 'classica' in cui, date la tecnologia e le preferenze individuali, i livelli del reddito e dell'occupazione sono determinati dall'impiego ottimale delle scarse risorse disponibili.

Lo svilimento dei contenuti della *Teoria generale* a opera degli economisti della 'sintesi' non si manifesta però soltanto nella trasformazione di Keynes da teorico

²⁵ La ricchezza nominale è costituita dall'ammontare di beni durevoli, titoli e moneta in possesso delle famiglie:

$$PR = PK + B + M.$$

Dividendo per P otteniamo la ricchezza reale:

$$R = K + \frac{B + M}{P}.$$

Quest'ultima espressione mostra che una caduta del livello generale dei prezzi implica un aumento della ricchezza reale delle famiglie. Se riscriviamo la funzione del consumo keynesiana tenendo conto non solo del reddito corrente disponibile, ma anche della ricchezza reale complessiva:

$$C = aR + cY^d,$$

si nota immediatamente che un aumento della ricchezza reale provoca un aumento della spesa autonoma per consumi e, quindi, attraverso il moltiplicatore, anche un aumento del reddito nazionale.

²⁶ L'importanza sul piano teorico dell'*effetto Pigou* è stata sottolineata nel modo seguente da Harry Johnson: "The Pigou effect finally disposes of the Keynesian contention that underemployment equilibrium does not depend on the assumption of wage rigidity. It does" (citato in Snowdon e Vane (2005), p. 121). Per una illustrazione classica dell'*effetto Pigou* si veda Patinkin (1948). Patinkin (1956) ha successivamente elaborato una elegante versione formale dell' 'effetto Pigou' (il cosiddetto *Real Balance Effect*) che, pur confermando la validità sostanziale dei risultati neoclassici, conduce al superamento della dicotomia tra settore monetario e reale e alla formulazione di basi microeconomiche neoclassiche per il modello $IS - LM$. Per una descrizione sintetica, si vedano Bianchi (1982), pp. 150-157 e Minsky (1975) [2009], pp. 67-73.

dell'intrinseca instabilità delle economie di tipo capitalista a teorico delle rigidità che ostacolano temporaneamente i processi di aggiustamento verso l'equilibrio di piena occupazione definito dalla tradizione 'classica'. In aperto contrasto con i propositi dichiarati da Keynes, durante gli anni '50 e '60 del secolo scorso la rilevanza del suo contributo è infatti stata confinata alle ricette di politica monetaria e di politica fiscale che possono essere dedotte dalla *Teoria generale*. Benché gli economisti della 'sintesi' pensassero che il sistema fosse in grado di raggiungere autonomamente l'equilibrio di piena occupazione, Hyman Minsky ricorda come essi si mostrassero però favorevoli a interventi attivi di gestione della domanda aggregata che avrebbero permesso di raggiungere il pieno impiego in modo più rapido e socialmente meno costoso che non affidandosi completamente alle forze di mercato:

Coloro che hanno sviluppato [i modelli della sintesi neoclassica] non necessariamente intendono trasformare in prescrizione di politica economica la dimostrazione teorica che, nel caso vi sia disoccupazione, un processo deflazionistico può far ritornare il sistema economico in posizione di equilibrio di piena occupazione (definita da parametri meramente "tecnologici"). Queste teorie non escludono però la possibilità che la politica fiscale e monetaria possa porre rimedio a eventuali cadute della domanda aggregata più rapidamente di una politica di deflazione. Anche se il sistema è in grado di autoregolarsi, il sentiero che porta all'equilibrio può rivelarsi troppo arduo, troppo lungo, o addirittura senza sbocco alcuno (se i salari sono rigidi). Una buona dose di politica fiscale e monetaria di tipo keynesiano può rivelarsi utile anche se, in linea di principio, non è strettamente necessaria: secondo la sintesi neoclassica propugnare un'attività politica di piena occupazione non è in contraddizione con la convinzione teorica che l'economia possiede un automatico meccanismo riequilibratore. Keynes, sebbene sconfitto da un punto di vista scientifico e teorico, occupa pur sempre – secondo la sintesi neoclassica – un posto di rilievo come studioso "pratico", la cui opera cioè si rivela utile e valida per quanto concerne la politica economica.²⁷

2. Da Friedman e Lucas alla 'nuova' sintesi neoclassica

2.1. La curva di Phillips e il keynesismo 'idraulico'

Come abbiamo visto nel capitolo precedente, nella *Teoria generale* Keynes sviluppa un modello in cui, sino al raggiungimento della piena occupazione, un aumento della domanda aggregata non si traduce soltanto in un aumento delle quantità prodotte e dell'occupazione, ma, in parte, anche in un aumento del livello generale dei prezzi. Ciononostante, fin verso la fine degli anni '50 del secolo scorso, il modello *IS – LM* si basava sull'assunto che, nel breve periodo, i salari monetari e i prezzi fossero del

²⁷ Minsky (1975) [2009], pp. 72-73.

tutto rigidi. Il modello *IS – LM* quindi mal si prestava a spiegare il fenomeno dell'inflazione.

Nei primi anni '60, gli economisti dell'ortodossia 'keynesiana' della sintesi neoclassica ovviarono a questo inconveniente sviluppando una nuova versione del modello *IS – LM* comprendente una relazione crescente tra il livello del reddito e il tasso di inflazione derivata dalla relazione empirica decrescente tra il tasso di disoccupazione e il tasso di variazione dei salari monetari evidenziata in un celebre studio di William Phillips pubblicato su *Economica* nel 1958. La relazione individuata da Phillips faceva riferimento all'esperienza della Gran Bretagna nel periodo 1861-1957 ed è stata successivamente stimata con successo anche per gli altri principali paesi industrializzati.

A seguito di un influente contributo di Paul Samuelson e Robert Solow (1960), la relazione descritta dalla curva di Phillips è stata interpretata alla stregua di un *menu* di politica economica che, attraverso una opportuna manovra degli strumenti di politica fiscale e monetaria, avrebbe consentito alle autorità di politica economica di sfruttare l'esistenza di un rapporto di scambio (*trade-off*) stabile tra l'obiettivo dell'aumento del reddito (e della corrispondente diminuzione della disoccupazione) e l'obiettivo del raggiungimento della stabilità dei prezzi. In altri termini, si pensava che, accettando una certa dose di inflazione, si potesse portare il livello del reddito al di sopra del livello di equilibrio associato alla stabilità dei prezzi, ovvero che fosse possibile ridurre il tasso di disoccupazione al di sotto del livello corrispondente a quello che Milton Friedman avrebbe definito il tasso 'naturale' di disoccupazione. Infatti, per gli economisti della sintesi, le stime del tasso di disoccupazione 'naturale' erano troppo alte per riflettere esclusivamente la disoccupazione volontaria e quella frizionale legate alla attività di ricerca del primo lavoro o di un nuovo lavoro.²⁸

Come mostra la figura 27, una politica fiscale espansiva che sposti la curva *IS* verso destra consente di sfruttare il *trade-off* tra il livello del reddito e il tasso di inflazione descritto dalla curva di Phillips, ma soltanto a condizione che la Banca centrale incrementi la quantità nominale di moneta a un tasso uguale a quello dell'aumento del livello generale dei prezzi. In caso contrario, a causa *dell'effetto*

²⁸ "Empirically the proposition that [...] the zero-inflation rate of unemployment reflects voluntary and efficient job-seeking activity strains credulity. If there were a natural rate of unemployment in the United States, what should it be? [...] estimates [...] suggest a natural rate between 5 and 6 percent of the labor force. [...] [But] labor markets characterized by 5-6 percent unemployment do not display the symptoms one would expect if the unemployment were voluntary search activity. Even if it were voluntary, search activity on such a large scale would surely be socially wasteful. [...]. At 5-6 percent unemployment, the economy is clearly capable of generating many more jobs with marginal productivity high enough so that people prefer them to leisure. The capital stock is no limitation, since 5-6 percent unemployment has been associated with more than 20 percent excess capacity. Moreover, when more jobs are created by expansion of demand, with or without inflation, labor force participation increases; this would hardly occur if the additional jobs were low in quality and productivity." (Tobin (1972), pp. 8-9)

Keynes, l'inflazione provocherebbe lo spostamento verso sinistra della curva LM e, alla fine, il reddito tornerebbe al livello precedente la manovra fiscale espansiva, ma in corrispondenza di un tasso di inflazione positivo, anziché nullo.

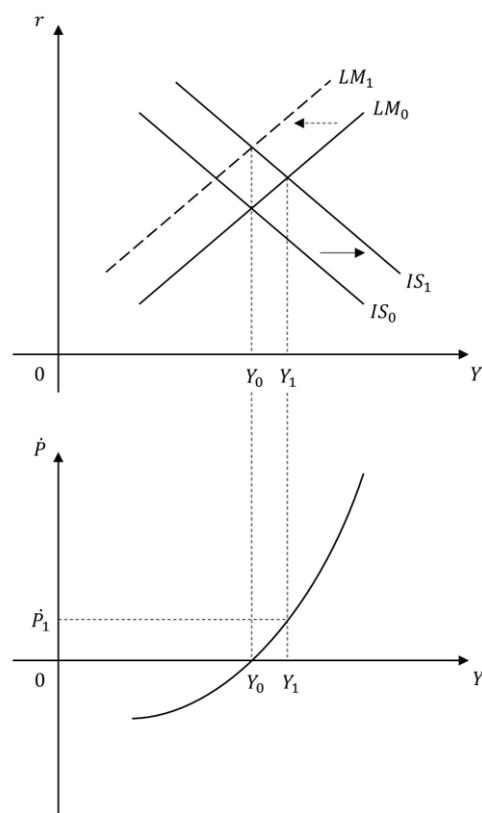


Figura 27 – La curva di Phillips come *menu* di politica economica

Con l'introduzione della curva di Phillips come *menu* di politica economica, la sintesi neoclassica assume i contorni del keynesismo 'idraulico' definito da Allan Coddington (1976), un keynesismo, cioè, che, sulla base di una supposta stabilità delle relazioni macroeconomiche descritte dal modello $IS - LM$, riconduce le dinamiche analizzate da Keynes nella *Teoria generale* a processi meccanici 'idraulici' che regolano i flussi e le quantità globali che caratterizzano il sistema economico:

[...] hydraulic Keynesianism is a scheme in which there is only one agency making deliberate acts of choice; that one agency is "the government." And it is the belief that there are indeed stable relations among the various overall flows in the economy that provides a basis for "the government" to pursue its policy goals regarding the overall level of economic activity and hence, relatedly, of the level of employment. It is the stability of these aggregate relationships that provides "the government" with the leverage it needs to influence those flows that are not under its *direct* control. By making deliberate choices for the flows it does control (via the budget), and bearing in mind the

(allegedly) stable relationships between this and the other flows that are objects of concern for economic policy, “the government” can, in principle, exercise an indirect control on the overall level (although not the composition) of the flows that are not the objects of anyone’s deliberate choice. [...] it may appear a major triumph in the march of human reason: a dramatic and irreversible extension of the boundaries of political responsibility. Instead of unemployment and depression being seen and accepted passively, like the weather, they are to be seen as matters for human will and design, something that human agency, through the instrument of central government, could actually resist and remedy.²⁹

Alla metà degli anni '60, si era dunque fatta strada l'idea che, seguendo le ricette di politica economica desumibili dalla *Teoria generale*, i problemi del ciclo e della crisi potessero ormai considerarsi un ricordo del passato e che, attraverso la gestione degli strumenti di politica fiscale e monetaria, le autorità di governo fossero in grado di stabilizzare l'economia in corrispondenza del livello di occupazione desiderato.

2.2. La rinascita del quantitativismo e la critica di Friedman alla curva di Phillips

A giudizio di Nicholas Kaldor, purtroppo, la teoria della preferenza per la liquidità di Keynes rappresenta soltanto “una *modifica* della teoria quantitativa della moneta, non il suo *abbandono*.”³⁰ L'equazione

$$M = L(Y, r)$$

può infatti essere riscritta come

$$M = k(r)Y,^{31}$$

ovvero come

$$MV(r) = Y,$$

ove Y indica il livello del reddito nominale.

La teoria della preferenza per la liquidità di Keynes può quindi essere ricondotta all'approccio delle scorte liquide di Cambridge (Capitolo 2, paragrafo 2.5.). Inoltre, l'ultima espressione è del tutto analoga alla riformulazione della teoria quantitativa della moneta basata sui principi della teoria della scelta elaborata da Milton Friedman nel 1956, ma con la differenza che Friedman mette la domanda di moneta

²⁹ Coddington (1976), p. 1265.

³⁰ Kaldor (1981) [1986a], p. 190.

³¹ Si veda Kaldor (1982a) [1984], p. 63 e Kaldor (1981) [1986a], p. 190. Se si considera la funzione di preferenza per la liquidità omogenea di primo grado in Y , si può scrivere $\lambda M = L(\lambda Y, r)$. Posto $\lambda = 1/Y$, si ottiene la domanda di moneta in rapporto al reddito (pari al reciproco della velocità di circolazione della moneta), cioè $M/Y = k(r) = 1/V(r)$ e, quindi, anche l'espressione $MV(r) = Y$.

in relazione con una più ampia gamma di attività e di tassi di interesse.³² Sulla base di questa distinzione, Friedman offre la seguente descrizione di come i 'keynesiani' e i monetaristi considerino la relazione tra una variazione dell'offerta di moneta e una variazione del reddito nominale:

I keynesiani pensano che una variazione della quantità di moneta influenzi in primo luogo «il» tasso di interesse, interpretato come un tasso di mercato per una classe piuttosto ristretta di passivi finanziari. I keynesiani, inoltre, sono dell'opinione che la spesa sia influenzata solo «indirettamente», allorché mutamenti del tasso di interesse fanno variare la profittabilità e l'ammontare della spesa per investimenti, intesa anch'essa in senso ristretto, e quindi la spesa per investimenti, attraverso il moltiplicatore, influenza la spesa totale. Di qui l'importanza che essi attribuiscono [...] alle elasticità della domanda di moneta e della spesa per investimenti rispetto al tasso di interesse. Noi, all'opposto mettiamo in rilievo una più ampia e più «diretta» influenza sulla spesa, osservando [...] che gli individui che cercano di «disfarsi di quelli che considerano saldi monetari in eccesso saranno disposti a pagare, per l'acquisto di titoli, beni e servizi, per il pagamento di debiti e in elargizioni, una somma maggiore di quella che ricevono dalle fonti corrispondenti».³³

La riformulazione della teoria quantitativa della moneta di Friedman rientra quindi nella classe delle teorie quantitative in cui il legame funzionale tra la quantità di moneta, la spesa aggregata e il livello generale dei prezzi non è mediata da variazioni del saggio di interesse, come, per esempio, nel caso dell'approccio alla teoria quantitativa di Wicksell (Capitolo 7, paragrafo 4).³⁴ Tuttavia, il meccanismo di

³² “La differenza tra noi e i keynesiani è minore riguardo alla natura del processo piuttosto che riguardo alla gamma di attività da prendere in considerazione. I keynesiani tendono a concentrare l'attenzione su di un numero limitato di attività provviste di un mercato e con tassi di interesse registrati. Noi insistiamo nell'opinione che una più ampia gamma di attività e di tassi di interesse debba essere presa in esame – attività, ad esempio, del tipo di beni di consumo durevole o semidurevole, fabbricati ed altre forme di proprietà immobiliare. Di conseguenza noi consideriamo i tassi di mercato posti in evidenza dai keynesiani solo come una piccola parte della serie di tassi rilevanti.” (Friedman (1970a) [1996], p. 367)

³³ *Ibidem*, p. 366.

³⁴ A questo proposito, si veda De Vecchi (2008). In risposta a una critica avanzata da James Tobin, Friedman e la sua coautrice Anna Jacobson Schwartz hanno inoltre sottolineato che la stretta relazione tra la quantità di moneta e il livello della spesa aggregata ipotizzata dalla riformulazione monetarista della teoria quantitativa era da considerarsi del tutto indipendente dalle modalità che determinano una variazione della quantità di moneta: “Of course, [...] Tobin [is] right that the way the quantity of money is increased will affect the outcome in some measure or other. If one group of individuals receives the money on the first round, they will likely use it for different purposes than another group of individuals. If the newly printed money is spent on the first round for goods and services, it adds directly at that point to the demand for such goods and services, whereas if it is spent on purchasing debt it has no such immediate effect on the demand for goods and services. Effects on the demand for goods and services come later as the initial recipients of the ‘new’ money themselves dispose of it. Clearly, also, as the ‘new’ money spreads through the economy, any first-round effects will tend to be dissipated. The ‘new’ money will be merged with the old and will be distributed in much the same way.” (Friedman e Schwartz (1982), p. 30)

trasmissione degli impulsi monetari ipotizzato da Friedman non arriva a individuare una catena di sostituzioni che descriva dettagliatamente gli effetti di una variazione della quantità di moneta. Poiché la gamma dei sostituti della moneta è molto più ampia, comprendendo non solo le attività finanziarie, ma anche quelle reali, Friedman e Schwartz manifestano scarsa fiducia nella effettiva possibilità di conoscere a priori ogni sfumatura del meccanismo di trasmissione.³⁵

Invece di predisporre uno schema dettagliato del meccanismo di trasmissione, i monetaristi hanno preferito sottoporre le loro ipotesi sulle conseguenze di una variazione della quantità di moneta al vaglio della verifica empirica. Gli studi empirici di Friedman, condotti prevalentemente in collaborazione con Anna Jacobson Schwartz³⁶, miravano a verificare l'ipotesi teorica circa l'esistenza di una relazione diretta fra la quantità di moneta e il livello del reddito nominale. L'esistenza di tale relazione avrebbe supportato la concezione monetarista del ruolo della moneta nel sistema economico, falsificando, al contempo, quella degli economisti della sintesi neoclassica, che alla moneta riconoscevano una influenza soltanto indiretta e non molto significativa sul livello della domanda aggregata. La teoria keynesiana della 'sintesi' postulava infatti l'esistenza di una relazione debole fra la quantità di moneta e il livello del reddito nominale, perché, in base alla teoria della preferenza per la liquidità di Keynes, si pensava che le variazioni della quantità di moneta venissero assorbite da variazioni compensative della velocità di circolazione:

[...] gli economisti inglesi e americani (e direi anche di altri paesi) presero [la teoria della preferenza per la liquidità] di Keynes come il perno attorno al quale [...] ruotava tutta la sua costruzione. Era infatti questa l'equazione che scioglieva i legami imposti dalla teoria quantitativa della moneta [...] [e] che quindi consentiva alla nuova teoria keynesiana della produzione del reddito [...] [di] acquisire l'importanza che egli le attribuiva. Infatti non era più necessario considerare la domanda effettiva o il livello della spesa per beni e servizi come se fossero "determinati" dai tradizionali fattori monetari, M e V , che potevano svolgere un ruolo del tutto passivo. In tal caso diviene infatti possibile, subordinatamente alla sola elasticità della funzione $V(r)$, che la domanda effettiva e le sue fluttuazioni siano determinate più o meno indipendentemente dalle variazioni monetarie; e per converso, che le variazioni

³⁵ "Of course, it is one thing to assert that monetary changes are the key to major movements in money income; it is quite a different thing to know in any detail what is the mechanism that links monetary change to economic change; how the influence of the one is transmitted to the other; what sectors of the economy will be affected first; what the time pattern of the impacts will be, and so on. We have great confidence in the first assertion. We have little confidence in our knowledge of the transmission mechanism, except in such broad and vague terms as to constitute little more than an impressionistic representation rather than an engineering blueprint." (Friedman e Schwartz (1963b) [1969], p. 222)

³⁶ Si confrontino, in particolare, Friedman e Schwartz (1963a, 1963b [1969] e 1982).

dell'offerta di moneta M non svolgano affatto un ruolo importante nella determinazione della domanda monetaria.³⁷

In sintesi, il lavoro empirico di Friedman e Schwartz mostrava che³⁸:

- esiste una relazione regolare fra il tasso di crescita della quantità di moneta e il tasso di crescita del reddito nominale;
- variazioni del tasso di crescita della quantità di moneta producono effetti ritardati sul livello del reddito nominale e che la lunghezza del ritardo è variabile;
- tipicamente, le variazioni del tasso di crescita del reddito nominale si manifestano prima attraverso variazioni del reddito reale e soltanto in un secondo momento attraverso variazioni dei prezzi;
- *l'inflazione è sempre e ovunque un fenomeno monetario*, determinato esclusivamente da una crescita della quantità di moneta più rapida di quella del prodotto reale.

La falsificazione empirica del principio della domanda effettiva e la conseguente riaffermazione della validità della teoria quantitativa della moneta e delle conclusioni della teoria 'classica' a opera di Friedman e dei monetaristi ha successivamente ricevuto un importante supporto sul piano dell'analisi teorica attraverso la critica alla curva di Phillips sviluppata disgiuntamente da Edmund Phelps (1967, 1968) e dallo stesso Friedman (1968, 1975, 1977) verso la fine degli anni '60 del secolo scorso. La critica alla curva di Phillips ha condotto a una migliore specificazione dei modi in cui una variazione del tasso di crescita della quantità di moneta incide sulle grandezze reali e su quelle nominali del sistema, consentendo, al contempo, di sviluppare una teoria delle fluttuazioni cicliche all'interno di uno schema teorico di impronta 'classica' che richiama la distinzione tra effetti di breve e di lungo periodo di variazioni della quantità di moneta già messa in evidenza sin dai tempi di David Hume (Capitolo 7, paragrafo 5.).

L'attacco di Friedman alla curva di Phillips ebbe maggiore risonanza di quello di Phelps, perché formulato nel corso del suo celebre discorso di indirizzo presidenziale del 1967 alla *American Economic Association*. Friedman mostrò che l'idea di sfruttare la relazione evidenziata dalla curva di Phillips alla stregua di un *menu* di politica economica in cui le autorità possono scegliere la combinazione di occupazione e inflazione che massimizza le loro preferenze è implicitamente viziata dall'ipotesi che i lavoratori soffrano di *illusione monetaria*.

A giudizio di Friedman, infatti, sia gli imprenditori che i lavoratori, in quanto agenti economici razionali, sono interessati al valore reale, e non a quello monetario, dei salari. I negoziati che hanno per oggetto l'impiego di forza-lavoro fanno dunque riferimento al salario reale *atteso* e conducono a variazioni del salario nominale

³⁷ Kaldor (1981) [1986a], p. 191.

³⁸ Si vedano Friedman (1970b), pp. 14-16 e Friedman (1987), pp. 16-17.

conformi alle variazioni del livello generale dei prezzi previste per la durata del contratto di lavoro. Pertanto, la relazione descritta dalla curva di Phillips originaria è veritiera solo se l'inflazione attesa dai lavoratori è sempre pari a zero. Soltanto in questo caso, infatti, il tasso di variazione dei salari nominali può essere nullo in corrispondenza di una situazione di equilibrio sul mercato del lavoro. Se, viceversa, gli agenti economici prevedono una crescita del livello generale dei prezzi, il salario nominale di equilibrio deve aumentare in linea con il tasso di inflazione atteso, in modo da mantenere costante il salario reale.

Per rimuovere l'ipotesi di illusione monetaria, è perciò necessario correggere la curva di Phillips originaria rapportando il tasso di disoccupazione al tasso di variazione del salario reale *atteso*. In altre parole, occorre 'aumentare' la curva di Phillips originaria con le aspettative di inflazione dei lavoratori. La curva di Phillips 'aumentata' con le aspettative mostra come il tasso di variazione dei salari nominali dipenda non solo dalle condizioni del mercato del lavoro (eccesso di domanda o di offerta), ma anche dalle previsioni riguardanti l'andamento del tasso di inflazione. Ne consegue che non esiste un'unica curva di Phillips, ma tante quanti sono i possibili livelli dell'inflazione attesa.

L'impostazione di Friedman implica che le fluttuazioni attorno al tasso di disoccupazione 'naturale' corrispondente all'equilibrio tra la domanda e l'offerta sul mercato del lavoro siano da addebitare a una discrepanza tra il tasso di inflazione effettivamente osservato e le aspettative di inflazione formulate dai lavoratori. Per Friedman, il meccanismo di formazione delle aspettative è di tipo adattivo. Il tasso di inflazione atteso per il periodo successivo è cioè dato da una media ponderata dei tassi di inflazione dei periodi precedenti, con pesi decrescenti mano a mano che si torna indietro nel tempo. Pertanto, una manovra monetaria espansiva che stimoli la domanda aggregata nel tentativo di ridurre la disoccupazione al di sotto del tasso 'naturale' può produrre effetti positivi sul livello dell'occupazione soltanto nel breve periodo.

L'eccesso di domanda aggregata causato dalla variazione dell'offerta di moneta genera una spinta all'aumento del livello dei prezzi che, a parità di altre condizioni, stimola i piani produttivi delle imprese e le induce a offrire aumenti del salario nominale per accrescere l'impiego di manodopera. Le imprese riescono nel loro intento, perché i lavoratori non si aspettano la crescita del livello dei prezzi e scambiano l'aumento dei salari nominali per un aumento dei salari reali. Ma con il passare del tempo, i lavoratori chiedono aumenti del salario nominale conformi all'evoluzione delle aspettative relative al tasso di inflazione. A meno di una continua crescita del tasso di variazione della quantità di moneta e, quindi, del tasso di variazione del livello generale dei prezzi, la progressiva presa di coscienza circa l'effettivo valore del salario reale provoca un graduale aumento del tasso di

disoccupazione, sino a quando i lavoratori anticipano correttamente i movimenti dei prezzi e il mercato del lavoro torna in equilibrio al suo livello 'naturale'.

Nel lungo periodo, la maggiore velocità con cui viene creata la moneta determina esclusivamente una maggiore inflazione e un peggioramento del rapporto di scambio di breve periodo tra disoccupazione e inflazione: poiché la curva di Phillips si sposta verso l'alto in linea con le aspettative di inflazione dei lavoratori, a parità di tasso di disoccupazione aumenta il prezzo da pagare in termini di inflazione. Friedman conclude, che il tasso di disoccupazione corrispondente all'equilibrio sul mercato del lavoro non deve essere identificato dalla condizione che i prezzi non variano, ma da quella che l'inflazione non accelera. In altre parole, nel lungo periodo, il tasso di disoccupazione 'naturale' è compatibile con qualunque tasso di inflazione e in corrispondenza di esso la curva di Phillips è verticale³⁹.

Attraverso la curva di Phillips 'aumentata' con le aspettative, Friedman è dunque in grado di ribadire la dicotomia tra variabili nominali e variabili reali che caratterizza il modello di equilibrio (macro)economico generale della tradizione neoclassica. Al tempo stesso, egli riesce a dare conto della relazione empirica decrescente tra tasso di disoccupazione e inflazione, legandola all'interazione tra il comportamento destabilizzante del settore pubblico e il carattere adattivo del meccanismo di formazione delle aspettative degli agenti economici, ma limitandone la rilevanza al breve periodo.

Sul piano normativo, le conseguenze dell'analisi empirica e di quella teorica condotte da Friedman e dai monetaristi sono immediate. Nonostante l'esistenza di una relazione stabile tra la quantità di moneta e il reddito nominale, la presenza di ritardi lunghi e variabili negli effetti prodotti dalla politica monetaria sconsigliava l'uso discrezionale degli strumenti manovrati dalle autorità monetarie, suggerendo, invece, l'introduzione di una regola monetaria fissa. In particolare, per i monetaristi la quantità di moneta, definita in base alla quantità di base monetaria controllata dalla Banca centrale, sarebbe dovuta crescere a un tasso prestabilito, pari al saggio di incremento tendenziale del reddito reale, aumentato o diminuito a seconda dell'andamento di lungo periodo della velocità di circolazione della moneta.

All'inizio degli anni '70, l'insorgenza del fenomeno della 'stagflazione', ossia la combinazione, fino ad allora mai osservata, tra aumenti del livello generale dei prezzi e fasi recessive o di crescita stagnante del prodotto nazionale, fece venir meno la convinzione che la curva di Phillips originaria potesse descrivere una

³⁹ Nel corso degli anni, pure restando legata all'idea che esiste un livello di disoccupazione compatibile con l'equilibrio tra la domanda e l'offerta di lavoro, la definizione del concetto di tasso di disoccupazione 'naturale' introdotta da Friedman nel 1968 ha subito alcune modifiche. Attualmente, tra gli economisti che dibattono la relazione tra disoccupazione e inflazione è in uso l'acronimo NAIRU (*Non-accelerating Inflation Rate of Unemployment*). In seguito, utilizzeremo i termini tasso di disoccupazione 'naturale' e NAIRU alla stregua di due sinonimi.

relazione stabile di lungo periodo tra disoccupazione e inflazione. La critica di Friedman trovò quindi conforto nei fatti, perché l'inflazione poteva davvero essere associata a valori del prodotto nazionale uguali o inferiori a quelli corrispondenti al tasso di disoccupazione 'naturale'. Dal punto di vista dei monetaristi e dei loro epigoni, le origini della stagflazione erano da imputare inequivocabilmente alla irresponsabile tendenza alla monetizzazione dei deficit di bilancio dovuti alle politiche fiscali di sostegno alla domanda aggregata patrocinata dagli economisti della sintesi neoclassica.⁴⁰

Pertanto, sembrava che la descrizione del funzionamento dei sistemi economici di tipo capitalista fornita dai modelli della sintesi neoclassica fosse del tutto inadeguata, e che i tempi fossero maturi per un ritorno a principi ispirati alla lezione degli economisti neoclassici. Friedman e i monetaristi avevano aperto la strada a un lungo periodo di sviluppo della teoria macroeconomica che si sarebbe rivelato come *l'età dell'oro del paradigma 'classico' pre-keynesiano* (Visaggio 2012), un periodo, cioè, caratterizzato dalla rielaborazione della teoria 'classica' e dalla sua affermazione come paradigma dominante all'interno della disciplina macroeconomica.

2.3. *La Nuova macroeconomia classica e la teoria dei cicli economici reali*

Sulla scia del lavoro di Friedman, negli anni '70, Robert Lucas diede un impulso decisivo al processo di rielaborazione del paradigma 'classico', inaugurando un nuovo filone di letteratura macroeconomica poi divenuto noto come *Nuova macroeconomia classica* (NMC).

Pur riconoscendo che i modelli 'idraulici' elaborati dagli economisti della sintesi neoclassica avevano fornito un importante contributo alla trasformazione dell'economia da scienza 'debole' a scienza 'dura' equiparabile alla fisica e alla chimica,⁴¹ Lucas ne denunciò la fallacia, messa a nudo dalla stagflazione,

⁴⁰ "In the present decade, the U.S. economy has undergone its first major depression since the 1930s, to the accompaniment of inflation rates in excess of 10 percent per annum. [...] These events did not arise from a reactionary reversion to outmoded, 'classical' principles of tight money and balanced budgets. On the contrary, they were accompanied by massive government budget deficits and high rates of monetary expansion [...]. [...] A key element in all Keynesian models is a trade-off between inflation and real output: the higher is the inflation rate, the higher is output (or equivalently, the lower is the rate of unemployment). [...] Based on this prediction, [in the late 1960s] many economists [...] urged a deliberate policy of inflation. [...] but the inflationary bias on average of monetary and fiscal policy in this period should, according to all of these models, have produced the lowest average unemployment rates for any decade since the 1940s. In fact, as we know, they produced the highest unemployment rates since the 1930s. This was econometric failure on grand scale." (Lucas e Sargent (1979), pp. 1, 6)

⁴¹ "Keynesian theory evolved from disconnected, qualitative talk about economic activity into a system of equations which can be compared to data in a systematic way and which provide an operational guide in the necessarily quantitative task of formulating monetary and fiscal policy. [...] The Keynesian Revolution was, in the form in which it succeeded in the United States a revolution

imputandola a ineliminabili vizi metodologici condivisi anche dai modelli macroeconomici sviluppati dai monetaristi. In sostanza, secondo la cosiddetta ‘critica di Lucas’, l’errore metodologico consisteva nel fatto che i coefficienti delle relazioni strutturali dei modelli utilizzati durante gli anni ’60 del secolo scorso non venivano dedotti dalla teoria della scelta ottima degli agenti economici, ma venivano stimati attraverso metodi econometrici. Poiché, in questo modo, i coefficienti strutturali dei modelli macroeconomici ed econometrici dell’epoca non erano destinati a variare in conseguenza di mutamenti della politica economica, a giudizio di Lucas, tali modelli non potevano fornire la base per una valutazione corretta di politiche economiche alternative:

[...] given that the structure of an econometric model [should consist] of optimal decision rules of economic agents, and that optimal decision rules vary systematically with changes in the structure of series relevant to the decision maker, it follows that any change in policy will systematically alter the structure of econometric models. [...] To assume stability [...] under alternative policy rules is thus to assume that agents’ views about the behavior of shocks to the system are invariant under changes in the true behavior of these shocks. Without this extreme assumption, the kinds of policy simulations called for by the theory of economic policy are meaningless.⁴²

La ‘critica di Lucas’ impresso una svolta decisiva all’evoluzione della disciplina macroeconomica, indirizzandola verso lo sviluppo di una versione ultra-matematicizzata della teoria ‘classica’ pre-keynesiana. Per Lucas e gli altri economisti che avrebbero dato vita alla NMC, le funzioni aggregate dei modelli macroeconomici dovevano essere dedotte dalle fondamenta microeconomiche della teoria walrasiana dell’equilibrio economico generale e, quindi, in base alle ipotesi che:

- gli agenti economici sono agenti razionali esenti da illusione monetaria che massimizzano le loro funzioni obiettivo nel rispetto di un determinato vincolo;
- i mercati, tra loro interdipendenti, sono sempre in equilibrio di concorrenza perfetta (ipotesi di *market clearing*).

La microfondazione della macroeconomia implica l’introduzione, oltre che dell’ipotesi di *agente razionale*, anche dell’ipotesi di *agente rappresentativo*, ovvero l’introduzione dell’ipotesi che tutti gli agenti economici appartenenti a un certo

in method. [...] the evolution of macroeconomics into a quantitative, *scientific* discipline, the development of explicit statistical descriptions of economic behavior, the increasing reliance of government officials on technical economic expertise, and the introduction of the use of mathematical control theory to manage an economy.” (*Ibidem*, pp. 1-2)

⁴² Lucas (1976), pp. 25, 41.

settore istituzionale (per esempio, le famiglie e le imprese) abbiano la stessa funzione obiettivo e gli stessi vincoli.

Inoltre, le scelte ottimizzanti vincolate degli agenti economici devono tenere conto dei possibili mutamenti futuri del contesto economico e della politica economica. In altri termini, il processo di ottimizzazione vincolata degli agenti economici assume i caratteri di un processo dinamico intertemporale.

Il principio di razionalità che caratterizza le scelte degli agenti economici richiede che essi non possano formare le loro aspettative sui valori futuri delle grandezze economiche rilevanti con riferimento alle sole informazioni desumibili dai dati delle serie storiche.⁴³ Mentre, in contraddizione con il principio di razionalità, nei modelli macroeconomici elaborati da Friedman e dai monetaristi gli agenti economici compiono errori di previsione sistematici, perché il meccanismo di formazione delle loro aspettative è di tipo adattivo, nei modelli sviluppati da Lucas e dagli esponenti della NMC gli agenti economici sfruttano *tutta* l'informazione disponibile, compresa quella relativa alle 'vere' relazioni strutturali del modello. L'aspettativa degli agenti economici è cioè *razionale* e non di tipo meramente adattivo, ed essi sono quindi in grado di prevedere il valore futuro atteso delle variabili economiche rilevanti a meno di un errore casuale che, in media, è nullo. Robert Skidelsky ha riassunto le proposizioni sottostanti l'ipotesi di aspettative razionali nel modo seguente:

Two formal propositions underlie [the rational expectations hypothesis]. The first is that in forming their expectations, rational individuals make efficient use of all the information available to them. This is generally taken to mean that they behave in ways consistent with the models that predict how they will behave. The possibility of random shocks means that their behaviour will be consistent with the model only on average. People will go on making mistakes, but provided these are independent of the information set available to all, and are also independent of each other, there is no reason to suppose that they will be biased in one way or another. The only possible source of bias lies in the model itself. This leads to the second proposition: that the model of the economy used by individuals in making their forecasts is the correct one – that

⁴³ "Expectations about the future prices, tax rates, and income levels play a critical role in many demand and supply schedules. [...] for example, investment demand typically is supposed to respond to businesses' expectations of future tax credits, tax rates, and factor costs, and the supply of labor typically is supposed to depend on the rate of inflation that workers expect in the future. Such structural equations are usually identified by the assumption that the expectation about, say, factor prices or the rate of inflation attribute to agents is a function of a few lagged values of the variable which the agent is supposed to be forecasting. [...] No general first principle has ever been set down which would imply that [...] the expected rate of inflation should be modeled as a linear function of lagged rates of inflation alone with weights that add up to unity [...]. The failure of existing models to derive restrictions on expectations from any first principles grounded in economic theory is a symptom of a deeper and more general failure to derive behavioral relationships from any consistently posed dynamic optimization problems." (Lucas e Sargent (1979), p. 5)

is, that the economy behaves in the way predicted by the model. The model assumes that the universe exhibits stability over time: that the future can be inferred from the past and the present. Without some such assumption, the possibility of making correct forecasts is severely restricted. How do people know that they have the right model? The answer is that the world of economic theories or models is subject to a Darwinian learning process, in which inferior models – those which make forecasts disproved by events – are weeded out, just as they are in the natural sciences.⁴⁴

Infine, per Lucas e gli aderenti alla NMC l'equilibrio macroeconomico generale competitivo derivante dalle scelte ottimizzanti intertemporali degli agenti economici è soggetto a disturbi imprevedibili, di cui i modelli macroeconomici devono tenere conto attraverso l'introduzione di variabili stocastiche. Il programma di ricerca di Lucas ha quindi portato alla formalizzazione dei primi *modelli macroeconomici dinamici e stocastici di equilibrio economico generale*, i cosiddetti modelli DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*).

Lucas però sottolinea che l'elaborazione di versioni rivedute e corrette del modello di equilibrio (macro)economico generale neoclassico pre-keynesiano non esclude la possibilità di sviluppare anche una teoria del ciclo economico:

When Keynes wrote, the terms *equilibrium* and *classical* carried certain positive and normative connotations which seemed to rule out either modifier being applied to business cycle theory. [...] Keynes founded that subdiscipline, called *macroeconomics*, because he thought explaining the characteristics of business cycles was impossible within the discipline imposed by classical economic theory, a discipline imposed by its insistence on adherence to the two postulates (a) that markets clear and (b) that agents act in their own self-interest. The outstanding facts that seemed impossible to reconcile with these two postulates were the length and severity of business depressions and the large-scale unemployment they entailed. A related observation was that measures of aggregate demand and prices were positively correlated with measures of real output and employment, in apparent contradiction to the classical result that changes in a purely nominal magnitude like the general price level were pure unit changes which should not alter real behaviour. [...] Keynes and his followers were wrong to give up on the possibility that an equilibrium theory could account for the business cycle.⁴⁵

Infatti, a seguito di disturbi stocastici, in particolare di variazioni imprevedibili dell'offerta di moneta, anche in presenza di aspettative razionali gli agenti economici sono impossibilitati a compiere le loro scelte in base a informazioni complete sui

⁴⁴ Skidelsky (2009), p. 34.

⁴⁵ Lucas e Sargent (1979), pp. 7-8.

prezzi relativi.⁴⁶ Lucas quindi sviluppa una teoria di *equilibrio* delle fluttuazioni del reddito e dell'occupazione, una teoria, cioè, in cui, in ogni momento, le scelte degli agenti economici restano ancorate a un processo di ottimizzazione intertemporale basato su tutte le informazioni, sia pur limitate, disponibili.⁴⁷ In altre parole, data la percezione dei prezzi relativi, le variazioni della produzione e dell'occupazione riflettono sempre e comunque decisioni di offerta *volontarie* delle imprese e dei lavoratori.

Diversamente dal modello monetarista, nel modello della NMC non solo i lavoratori, ma anche le imprese possono essere ingannate da variazioni delle grandezze nominali. Si supponga che l'economia si trovi inizialmente in equilibrio in corrispondenza dei livelli 'naturali' del prodotto e dell'occupazione e che il livello generale dei prezzi effettivo e quello atteso coincidano. Si supponga, inoltre, che la Banca centrale aumenti l'offerta di moneta senza annunciare le proprie intenzioni. Se la domanda aggregata aumenta in modo inaspettato, l'eccesso di domanda sui mercati del lavoro e dei beni provoca un aumento dei salari monetari e dei prezzi. L'imperfetta conoscenza dell'effettivo valore dei prezzi relativi induce i lavoratori a confondere l'aumento dei salari nominali con un aumento dei salari reali e, quindi, ad aumentare l'offerta di lavoro. Allo stesso tempo, le imprese, che dispongono di informazioni soltanto con riferimento ai mercati sui quali operano direttamente, scambiano l'aumento del livello generale dei prezzi per un aumento del prezzo relativo dei loro prodotti, cui reagiscono aumentando la produzione. Tuttavia, l'aumento della produzione e dell'occupazione al di sopra dei loro livelli 'naturali' è soltanto temporaneo, perché, in breve tempo, i lavoratori e le imprese che agiscono in conformità a criteri di razionalità sono in grado di comprendere che, in realtà, non vi è stato alcun cambiamento nei prezzi relativi. Di conseguenza, sia la produzione che l'occupazione ritornano rapidamente ai loro valori di equilibrio di lungo periodo.

Secondo gli economisti della NMC, una accelerazione dell'espansione monetaria può quindi produrre gli effetti reali di breve periodo sui livelli del reddito e dell'occupazione descritti da Hume, ed evidenziati anche dai monetaristi, soltanto se le autorità monetarie adottano misure che escono dagli schemi che gli agenti

⁴⁶ "The new classical models still assume that markets clear and that agents optimize; agents make their supply and demand decisions based on real variables, including perceived relative prices. However, each agent is assumed to have limited information and to receive information about some prices more often than other prices." (*Ibidem*, p. 8)

⁴⁷ "On the basis of their limited information – the lists that they have of current and past absolute prices of various goods – agents are assumed to make the best possible estimate of all of the relative prices that influence their supply and demand decisions. [...] The hypothesis of rational expectations is being imposed here: agents are assumed to make the best possible use of the limited information they have and to know the pertinent objective probability distributions. This hypothesis is imposed by way of adhering to the thesis of equilibrium theory." (*Ibidem*, pp. 8-9)

economici hanno incorporato nell'insieme informativo utilizzato per formulare le loro previsioni. Nella sua *Nobel Lecture*, Robert Lucas descrive i meccanismi di funzionamento della teoria quantitativa ipotizzati nei modelli della NMC nel modo seguente:

The main finding that emerged from the research of the 1970s is that anticipated changes and unanticipated changes in money growth have very different effects. Anticipated monetary expansions have inflation tax effects and induce an inflation premium on nominal interest rates, but they are not associated with the kind of stimulus to employment and production that Hume described. Unanticipated monetary expansions, on the other hand, can stimulate production as, symmetrically, unanticipated contractions can induce depression.⁴⁸

Le argomentazioni di Lucas hanno notevoli implicazioni pratiche. Per i monetaristi, infatti, una politica monetaria restrittiva diretta alla riduzione del tasso di inflazione corrispondente al tasso di disoccupazione 'naturale' implica dei costi. A seguito di una contrazione del tasso di crescita della quantità di moneta, la riduzione della domanda nominale tende a ridurre il tasso di crescita dei prezzi e dei salari nominali. Ma poiché le aspettative dei lavoratori non sono in linea con le variazioni del tasso di inflazione effettivamente intervenute, essi interpretano la diminuzione della crescita del salario nominale come una decurtazione del salario reale ed offrono una quantità di lavoro inferiore a quella che caratterizza l'equilibrio 'naturale' sul mercato del lavoro. L'economia entra in una fase di recessione che ha termine soltanto quando, alla fine del processo di aggiustamento, le aspettative di tipo adattivo del pubblico finiscono per coincidere con il valore effettivo del tasso di variazione dei prezzi. I risultati dei modelli proposti dagli economisti della NMC mostrano invece che, se le autorità monetarie annunciano una strategia deflazionistica *credibile*, gli effetti negativi di breve periodo sul livello del reddito e dell'occupazione non si manifestano, perché, essendo guidati da aspettative razionali, gli agenti economici sono in grado di anticipare correttamente le variazioni del tasso di inflazione⁴⁹.

Con la NMC e l'ipotesi di aspettative razionali, i temi della *credibilità* e della *reputazione* delle autorità di politica economica entrano prepotentemente nel dibattito macroeconomico. In un famoso articolo del 1977, Finn Kydland ed Edward Prescott mostrano che le scelte di politica monetaria possono essere incoerenti da un punto di vista temporale, se il sistema di preferenze delle autorità monetarie è incompatibile con l'annuncio dell'adozione di politiche deflazionistiche. Si immagini

⁴⁸ Lucas (1996), p. 679.

⁴⁹ Per un confronto tra il modello macroeconomico monetarista e quello della NMC si vedano Snowdon e Vane (2005), capitoli 4 e 5 e Rodano (2000), Capitolo 10.

che le autorità monetarie basino la propria azione su un modello macroeconomico di tipo 'keynesiano'. In questo caso, nel periodo successivo a quello in cui la Banca centrale ha dichiarato di voler prendere l'iniziativa di contenere l'inflazione, essa potrebbe avere un incentivo a rinnegare l'impegno assunto, anche se inizialmente aveva agito in buona fede, perché, in relazione alle proprie preferenze, considerava ottimale una politica di restrizione monetaria. Se le aspettative di inflazione del pubblico si conformano all'obiettivo di inflazione annunciato dalle autorità monetarie, attraverso una espansione monetaria maggiore di quella dichiarata si presenta infatti l'opportunità di sfruttare il *trade-off* tra disoccupazione e inflazione descritto dalla curva di Phillips di breve periodo. Ma utilizzando tutte le informazioni a loro disposizione, gli agenti economici sono a conoscenza del sistema di preferenze delle autorità monetarie. Pertanto, l'annuncio di future politiche deflazionistiche non è considerato credibile e il pubblico formula aspettative di inflazione coerenti con il tasso di inflazione che massimizza la soddisfazione della Banca centrale. In definitiva, a dispetto degli annunci sulla volontà di intervenire per ridurre l'inflazione associata al tasso di disoccupazione 'naturale', il tasso di crescita dei prezzi aumenta ulteriormente, senza che vi sia alcun guadagno, nemmeno temporaneo, in termini di occupazione.

All'inizio degli anni '80 del secolo scorso, il venir meno di una relazione stabile tra la quantità di moneta e il reddito nominale aveva fortemente screditato la visione, comune a Friedman e a Lucas, che l'origine delle fluttuazioni cicliche del reddito e dell'occupazione andasse attribuita a shock causati dalle variazioni dell'offerta di moneta. Tuttavia, nel 1982 Kydland e Prescott diedero un nuovo impulso alla rielaborazione e alla rivalutazione del paradigma 'classico' iniziate da Friedman e proseguite da Lucas attraverso lo sviluppo della cosiddetta teoria dei cicli economici reali, la *Real Business Cycle Theory* (RBCT).

In sintesi (Visaggio (2012), pp. 9-10), il modello DSGE sviluppato da Kydland e Prescott (1982) è caratterizzato dalla presenza di un agente rappresentativo immortale che formula le proprie aspettative in modo razionale e che è, al contempo, consumatore, lavoratore e proprietario dell'impresa rappresentativa.

La teoria dei cicli economici reali ha rivoluzionato la concezione convenzionale, generalmente accettata sino agli inizi degli anni '80 tra gli economisti di ispirazione neoclassica, secondo cui la crescita del reddito reale segue un *trend* deterministico di lungo periodo identificabile in base al modello di crescita di Solow, mentre gli scostamenti dai livelli 'naturali' del reddito e dell'occupazione sono causati da shock monetari che determinano fluttuazioni della domanda aggregata e, quindi, l'alterazione delle percezioni degli agenti economici sull'effettivo valore del salario reale e dei prezzi relativi.

Il modello di Kydland e Prescott riesce a integrare, all'interno di uno stesso apparato analitico, la teoria della crescita esogena sviluppata da Solow con la teoria

delle fluttuazioni cicliche della produzione e dell'occupazione. Infatti, i due autori distinguono tra una componente deterministica esogena del progresso tecnico che sostiene la crescita economica, come nel tradizionale modello di Solow, e una componente stocastica che, invece, è all'origine del ciclo economico.

In un contesto di mercati perfettamente concorrenziali, gli shock alla produttività inducono una risposta dinamica ottimizzante delle imprese e dei lavoratori mimata dall'agente rappresentativo, che si manifesta attraverso l'aumento della domanda di lavoro e la sostituzione intertemporale tra il lavoro e il tempo libero. Come nei modelli dei monetaristi e degli economisti della NMC, la disoccupazione nasce quindi da scelte *volontarie* dei lavoratori. Ma poiché le variazioni cicliche del reddito e dell'occupazione rappresentano il risultato Pareto-efficiente di scelte massimizzanti effettuate da agenti economici razionali in risposta a frequenti shock dal lato dell'offerta aggregata, le fluttuazioni del reddito reale vengono considerate alla stregua di fluttuazioni del tasso di crescita 'naturale', piuttosto che deviazioni da un sentiero di crescita tendenzialmente costante. Di conseguenza, contrariamente a quanto suggerito dai monetaristi e dagli economisti della NMC, le fluttuazioni cicliche non sono fonte di inefficienza a causa della perdita di benessere legata all'incapacità degli agenti economici di valutare correttamente i prezzi relativi.

L'ovvio corollario di questa impostazione, che abbandona la tradizionale distinzione tra *trend* e ciclo a favore di un approccio che integra l'analisi della crescita con l'analisi delle fluttuazioni del prodotto nazionale, è che gli esponenti della scuola del ciclo economico reale guardano all'idea che le autorità di politica economica possano intervenire per smorzare gli effetti negativi delle fluttuazioni del reddito come a un'autentica eresia.

2.4. La fase di contrapposizione tra la Nuova macroeconomia classica e la Nuova macroeconomia keynesiana e lo sviluppo di una 'nuova' sintesi neoclassica

Con la RBCT la riabilitazione della legge di Say e dei principi dell'economia 'classica' raggiunse il suo apogeo. Tuttavia, in un articolo di rassegna sullo *stato della macroeconomia* scritto a ridosso dello scoppio della bolla sul mercato immobiliare statunitense nell'estate del 2007, Olivier Blanchard osserva che, dopo il discredito gettato dalla stagflazione degli anni '70 sui modelli sviluppati dagli economisti della ortodossia 'keynesiana' della sintesi neoclassica, la rielaborazione e la riaffermazione del paradigma 'classico' avevano aperto un periodo di significativa conflittualità all'interno della disciplina macroeconomica.

Il confronto, talvolta molto aspro, vide come protagonisti, da un lato, gli economisti che si riconoscevano nella contro-rivoluzione teorica avviata da Milton Friedman e dai monetaristi e poi proseguita dagli esponenti della NMC e della RBCT. A questo gruppo di economisti, talvolta soprannominati economisti 'd'acqua

dolce’, per la loro prevalente localizzazione presso l’Università di Chicago e l’Università del Minnesota, si contrapponeva il gruppo di economisti della cosiddetta *Nuova macroeconomia keynesiana* (NMC), invece soprannominati economisti ‘d’acqua salata’, perché lavoravano nelle grandi università della costa orientale e della costa occidentale degli Stati Uniti (l’Università di Harvard, l’Università di Princeton, la Columbia University, l’Università della California (*Berkeley*) e la Yale University). I ‘nuovi keynesiani’ erano convinti che, attraverso opportune modifiche, il paradigma della ‘vecchia’ sintesi neoclassica potesse offrire una spiegazione del ciclo economico molto più credibile di quella fornita dai modelli di equilibrio elaborati dagli economisti della NMC e della RBCT:

[...] after the explosion (in both the positive and negative meaning of the word) of [macroeconomics] in the 1970s [...] the field looked like a battlefield. Researchers split in different directions, mostly ignoring each other or else engaging in bitter fights and controversies. [...] The new-classicals embraced the Lucas-Sargent call for reconstruction. Soon, however, the Mencheviks gave way to the Bolcheviks, and the research agenda became even more extreme. Under Prescott’s leadership, nominal rigidities, imperfect information, money, and the Phillips curve, all disappeared from the basic model, and researchers focused on the stochastic properties of the Ramsey model (equivalently, a representative Arrow-Debreu economy) rebaptized as the Real Business Cycle model, or RBC. Three principles guided the research: explicit micro foundations, defined as utility and profit maximization; general equilibrium; and the exploration of how far one could go with no or few imperfections. The new-Keynesians embraced reform, not revolution. United in the belief that the previous vision of macroeconomics was basically right, they accepted the need for better foundations for the various imperfections underlying that approach. The research program became one of examining, theoretically and empirically, the nature and the reality of various imperfections, from nominal rigidities, to efficiency wages, to credit market constraints. Models were partial equilibrium, or included a trivial general equilibrium closure: it seemed too soon to embody each one in a common general equilibrium structure.⁵⁰

Mauro Visaggio (2012, pp. 11-14) sottolinea che, in un primo momento, la ‘critica di Lucas’ generò la disarticolazione degli economisti che si ispiravano al paradigma della ‘vecchia’ sintesi neoclassica, spingendoli a sviluppare il loro contrattacco lungo due direttrici principali.

In primo luogo, i ‘nuovi keynesiani’ fecero propria la premessa metodologica della NMC, che le funzioni comportamentali dei modelli macroeconomici devono essere fondate su solidi principi microeconomici.⁵¹ Pertanto, essi ripresero il metodo

⁵⁰ Blanchard (2009), pp. 210-211.

⁵¹ “A central theme of both new-classical and new-Keynesian macroeconomics is that accurate empirical predictions are necessary but not sufficient conditions of an acceptable theory. In

di microfondazione, consistente in una più rigorosa individuazione delle basi teoriche dei principali blocchi del modello *IS – LM* (per esempio, i fondamenti microeconomici della funzione del consumo (Modigliani e Brumberg 1954) e quelli della funzione di domanda di moneta (Baumol 1952 e Tobin 1958), che aveva caratterizzato il programma di ricerca degli economisti della ‘vecchia’ sintesi neoclassica. In particolare, essi concentrarono i loro sforzi sulla dimostrazione del fatto che le conclusioni dei modelli della NMC e della RBCT non dipendevano tanto dall’accettazione dell’ipotesi di aspettative razionali, quanto piuttosto dall’ipotesi che, in ogni momento, i salari e i prezzi si aggiustano in modo quasi istantaneo per eliminare ogni discrepanza tra le quantità domandate e quelle offerte (ipotesi di *market clearing*). Sulla scia delle conclusioni cui erano giunti gli economisti della ‘vecchia’ sintesi neoclassica, i ‘nuovi keynesiani’ diressero quindi la loro ricerca verso l’individuazione di una rigorosa teoria microeconomica che desse conto delle rigidità *nominali* e *reali* sul mercato del lavoro e sul mercato dei beni.⁵² In questo modo, si poteva riaffermare la rilevanza delle fluttuazioni della domanda aggregata ai fini della spiegazione delle fluttuazioni cicliche dei livelli del reddito e dell’occupazione, e si poteva anche sottolineare la potenziale utilità della politica monetaria e della politica fiscale.⁵³

La rinnovata importanza attribuita alla politica macroeconomica come strumento di gestione delle fluttuazioni della domanda aggregata ha ispirato la seconda direttrice di contrattacco alle tesi difese dagli economisti della NMC e della RBCT. I ‘nuovi keynesiani’ hanno infatti aperto un nuovo filone di ricerca diretto a indagare il comportamento ottimale della Banca centrale nella gestione della politica monetaria.⁵⁴ A tal fine, i ‘nuovi keynesiani’ hanno preso le mosse dalla cosiddetta *regola di Taylor*. Originariamente stimata da John Taylor (1993) per riprodurre la strategia di politica monetaria adottata dalla Fed tra il 1987 e il 1999, la regola di

addition, a theory must have microeconomic foundations in the behavior of utility-maximizing and profit-maximizing individual agents.” (Gordon (1990), p. 1136)

⁵² “The development of new-Keynesian economics [...] primarily involved the search for rigorous and convincing models of wage and/or price stickiness based on maximizing behaviour and rational expectations. [...] The necessary condition for non-market-clearing is a barrier to the full adjustment of nominal prices, that is, something that prevents movements in nominal prices that are equiproportionate to movements in nominal demand. However, some of the new-Keynesian theories explain real rigidities as the stickiness of a wage relative to another wage, of a wage relative to a price, or of a price relative to another price.” (*Ibidem*, pp. 1137, 1139)

⁵³ “[...] orthodox Keynesians had [...] a pretty good theory of aggregate demand. The *IS – LM* model has held up pretty well as a general structure for thinking about how aggregate demand is determined. [...] New Keynesians accept the view of the world summarized by the neoclassical synthesis: the economy can deviate in the short term from its equilibrium level, and monetary and fiscal policy have important influences on real economic activity.” (Mankiw, in Snowdon e Vane (1999), pp. 110-111)

⁵⁴ Su questo argomento si vedano, per esempio, Svensson (1997), Romer D. (2000), Taylor J. B. (2000a), Walsh (2002) e Carlin e Soskice (2004, 2006, 2009a, 2015).

Taylor mostra come, nel periodo considerato, le autorità monetarie statunitensi aggiustassero il tasso di interesse nominale a breve termine in risposta a deviazioni del tasso di variazione dei prezzi dall'obiettivo di inflazione e/o a deviazioni del reddito corrente dal suo livello potenziale. I 'nuovi keynesiani' si sono quindi concentrati sulla microfondazione della regola di Taylor, ovvero sulla sua derivazione a partire dalla minimizzazione di una funzione di perdita di benessere sociale nel rispetto del vincolo dato dalla curva di Phillips.

Tra la fine del ventesimo secolo e l'inizio del nuovo millennio, la fase di forte contrapposizione tra gli economisti della NMC e della RBCT e gli economisti della NMK ha lasciato spazio a una nuova fase caratterizzata dalla ricerca di una linea di consenso sui principali sviluppi che avevano caratterizzato la disciplina macroeconomica dall'inizio degli anni '70 del secolo scorso. Su iniziativa degli economisti di ispirazione 'keynesiana', la macroeconomia si è infatti avviata verso la definizione di una 'nuova' sintesi neoclassica basata sull'inserimento di elementi di realtà nel modello DSGE elaborato dagli economisti della RBCT. La 'nuova' sintesi neoclassica accoglie le ipotesi di rigidità nominale dei prezzi e dei salari e di concorrenza monopolistica nei mercati del lavoro e dei beni e la regola monetaria dedotta dal comportamento ottimizzante della Banca centrale messa a punto partendo dalla regola di Taylor, dando così vita a un modello DSGE del 'consenso'⁵⁵ fondato su tre relazioni (una funzione di domanda aggregata, una curva di Phillips che riflette il lato dell'offerta aggregata e una regola di condotta della politica monetaria) che è ormai stato adottato da tutte le principali Banche centrali dei paesi di vecchia e di nuova industrializzazione:

It is hard to ignore facts. One major macro fact is that shifts in the aggregate demand for goods affect output substantially more than we would expect in a perfectly competitive economy. [...] This has led even the most obstinate new-classicals to explore the possibility that nominal rigidities matter. [...] One central tenet of the new-classical approach was that the main source of fluctuations is technological shocks. The notion that there are large quarter-to-quarter aggregate technological shocks flies however in the face of reason. Except in times of dramatic economic transition [...] technological progress is about the diffusion and implementation of new ideas, and about institutional change, both of which are likely to be low-frequency movements. [...] This does not imply, however, that technological progress does not play an important role in fluctuations. Though technological progress is smooth, it is certainly not constant. There are clear technological waves. [...] These waves clearly determine movements in output in the medium and long run. But combined with the role of anticipations on demand, and the role of demand on output, they may also determine the behaviour of output in the short run. [...] The joint beliefs that technological progress goes through waves, (i.e. that

⁵⁵ A questo proposito, si vedano Goodfriend e King (1997), Clarida, Gali e Gertler (1999), Allsopp e Vines (2000), Woodford (2003), Goodfriend (2004) e Gali (2015).

perceptions of the future affect the demands for goods today) and that, because of nominal rigidities, this demand for goods can affect output in the short run, nicely combine to give a picture of fluctuations which, I believe, many macroeconomists would endorse today. [...] Within this broad picture, a specific model, the so-called new-Keynesian (or NK) model, has emerged and become a workhorse for policy and welfare analysis [...] ([and] for the application to monetary policy [...]). [...] [This model] is often presented in the form of three broad relations [...]: An aggregate demand relation, [...] [a] Phillips-curve like relation [...] [and] a monetary policy relation [...].⁵⁶

⁵⁶ Blanchard (2009), pp. 212-214.

CAPITOLO 10

Il modello del nuovo ‘consenso’ macroeconomico

1. Introduzione

Nel moderno approccio macroeconomico del ‘consenso’ le modalità di funzionamento dell’economia mutano al variare dell’orizzonte temporale considerato. Orientativamente, a giudizio dell’ex capo economista del Fmi Olivier Blanchard (2017, p. 36), è necessario distinguere tra un *lungo periodo* che copre alcuni decenni, un *medio periodo* corrispondente a un singolo decennio e un *breve periodo* invece equivalente a un arco temporale di alcuni anni.

Sul piano analitico, questa distinzione implica l’utilizzo di tre diversi modelli per la comprensione dei meccanismi che guidano le dinamiche di una moderna economia di mercato. Nel lungo periodo, il processo di crescita economico viene descritto partendo dal modello di crescita esogeno di Solow e dalle sue successive estensioni che consentono di spiegare la natura endogena del progresso tecnologico (Capitolo 2, paragrafo 2.). Dato lo stock di capitale, nel medio periodo il livello del reddito è determinato in funzione dell’equilibrio ‘naturale’ che si determina sul mercato del lavoro quando i prezzi e i salari nominali sono perfettamente flessibili. Pertanto, vale la legge di Say e ‘ogni offerta crea la propria domanda’. Nel breve periodo, infine, la logica di funzionamento del sistema viene ribaltata, perché, a causa della temporanea rigidità dei prezzi e dei salari, l’economia è caratterizzata da oscillazioni del reddito e dell’occupazione attorno ai loro livelli ‘naturali’, imputabili alle fluttuazioni della domanda aggregata. In altre parole, nel breve periodo vale il principio della domanda effettiva ed è ‘ogni domanda a creare la propria offerta’.¹

I prossimi paragrafi sono dedicati a una presentazione stilizzata del modello del ‘consenso’ macroeconomico emerso dalla ‘nuova’ sintesi neoclassica. Vedremo, in particolare, il modo in cui vengono trattate le dinamiche di breve e di medio periodo che, secondo l’attuale *mainstream* economico, caratterizzano le moderne economie di mercato. Inoltre, vedremo le implicazioni di politica economica che ne derivano.

Il modello preso in considerazione si basa sui lavori di Carlin e Soskice (2004, 2006, 2009a, 2015), lavori che, a loro volta, si ispirano alla struttura analitica dei modelli DSGE del nuovo ‘consenso’ macroeconomico sviluppati da Goodfriend e

¹ “First, the long-run real GDP trend, or potential GDP, can be understood using the growth model that was first developed by Robert Solow and that has now been extended to make ‘technology’ explicitly endogenous. Second, there is no long-run trade-off between inflation and unemployment, so that monetary policy affects inflation but is otherwise neutral with respect to real variables in the long run. Third, there is a short-run trade-off between inflation and unemployment with significant implications for economic fluctuations around the trend of potential GDP; the trade-off is due largely to temporarily sticky prices and wages.” (Taylor J. B. (2000a), p. 90)

King (1997), Clarida, Galí e Gertler (1999) e Woodford (2003). Le tre equazioni che danno vita a questa famiglia di modelli DSGE sono derivate in base all'assunzione che tutti gli attori del sistema (famiglie, imprese, autorità monetarie) si comportino come agenti razionali che, in presenza di rigidità nominali, e dati i rispettivi vincoli, ottimizzano le loro scelte lungo un orizzonte temporale pluriperiodale.

Nella versione del modello di Carlin e Soskice presentato nei paragrafi seguenti, le relazioni che stanno alla base della curva *IS* e della curva di Phillips non sono il prodotto di comportamenti razionali cosiddetti *forward looking*, mentre lo sono invece quelli che conducono alla definizione della regola di politica monetaria 'ottima' seguita dalla Banca centrale. Tuttavia, Carlin e Soskice (2015, pp. 606-611) sottolineano come questi allontanamenti dalla purezza analitica del modello non modificano la sostanza delle conclusioni sui meccanismi di funzionamento delle moderne economie di mercato e sul ruolo stabilizzatore svolto dalle autorità monetarie cui conducono i modelli DSGE della 'nuova' sintesi neoclassica. Per certi versi, la versione semplificata del modello di Carlin e Soskice presa in considerazione in questo capitolo è anzi molto più vicina alle versioni dei modelli di Smets e Wouters (2003, 2007) adottati dalle banche centrali delle maggiori economie industrializzate per poter tener conto della persistenza mostrata dall'inflazione e dalle variazioni del prodotto e dell'occupazione in risposta agli shock che colpiscono l'economia reale.

2. Il modello a tre equazioni del nuovo 'consenso' macroeconomico

2.1. Il breve periodo e il lato della domanda aggregata

La prima equazione del modello del nuovo 'consenso' macroeconomico è analoga a una curva *IS*, a significare che, nel breve periodo, l'equilibrio sul mercato dei beni è determinato dal lato della domanda aggregata, tenendo conto dell'influenza di variazioni del tasso di interesse reale sulla spesa aggregata e degli shock che colpiscono le componenti esogene della spesa aggregata stessa.

Generalmente, nei modelli DSGE elaborati dai 'nuovi keynesiani' la funzione degli investimenti non viene presa in considerazione. Il comportamento massimizzante del consumatore razionale viene modellato partendo dalla funzione di consumo intertemporale elaborata da Frank Ramsey nel 1928. A parità di valore del tasso soggettivo di preferenza temporale, le variazioni del consumo riflettono effetti di sostituzione intertemporali provocati da variazioni del tasso di interesse

reale.² Nei modelli a economia chiusa, la componente esogena della domanda aggregata coincide con la spesa pubblica.³

In alcuni modelli DSGE che rientrano nel filone della ‘nuova’ sintesi neoclassica, la derivazione di una curva *IS forward looking* passa anche attraverso la definizione di una funzione degli investimenti derivata dalla *teoria della ‘q’ di Tobin*.⁴ Inoltre, nei modelli che tengono conto dell’apertura agli scambi con l’estero, vengono presi in considerazione non solo gli shock provocati da variazioni della spesa pubblica, ma anche quelli che colpiscono le esportazioni.

Nella versione stilizzata del modello del ‘consenso’ presa in esame in questo paragrafo e nei paragrafi seguenti, la curva *IS* è invece derivata dal semplice modello reddito-spesa keynesiano, aggiungendo l’ipotesi che gli investimenti dipendano negativamente da variazioni del tasso di interesse reale e che essi siano soggetti a fluttuazioni erratiche derivanti da fattori autonomi che incidono sulle aspettative di profitto e sulla ‘fiducia’ degli imprenditori.⁵ Fattori, quindi, in qualche modo riferibili agli *spiriti animali* definiti da Keynes nella *Teoria generale*. Pertanto, abbiamo che:

$$y^D = C + I + G,$$

con

$$C = c_0 + c(y - T) \quad e \quad T = ty \Rightarrow C = c_0 + c_1(1 - t)y,$$

$$I = a_0 - a_1r \quad e$$

$$G = \bar{G}.$$
⁶

L’equilibrio di breve periodo sul mercato dei beni è quindi rappresentato dalla seguente equazione:

² Per maggiori dettagli, si vedano Clarida, Gali e Gertler (1999) e Carlin e Soskice (2006), Capitolo 15.

³ “A typical way of introducing forward-looking behaviour in the IS curve is to ignore investment and concentrate attention on consumption behaviour. Households are assumed to make their consumption decisions on the basis of their expected future income in such a way that their life-time utility is maximized. Since it is assumed that households wish to smooth consumption over time, higher expected output, which entails higher future consumption, will raise current consumption and output. A higher real interest rate depresses consumption because of the household’s ability to substitute future for current consumption (it is assumed that the substitution effect outweighs the income effect of an interest rate change). Government expenditure is incorporated in an exogenous demand term. The so-called Euler condition for optimal consumption over time is derived from the household’s optimization problem and [...] combined with the exogenous demand [...]” (Carlin e Soskice (2004), p. 16)

⁴ Si vedano, per esempio, Bernanke e Gertler (2001) e Carlin e Soskice (2006), Capitolo 7.

⁵ “The [*IS*] equation can be derived as the first-order condition of an intertemporal maximization problem [...]. [...] It can also be derived using a Keynesian cross diagram in which the aggregate-expenditure line shifts down with a higher interest rate.” (Taylor J. B. (2000a), p. 91)

⁶ Per la simbologia si seguono Carlin e Soskice (2006, 2015).

$$y = c_0 + c_1(1-t)y + a_0 - a_1r + G.$$

Di conseguenza, l'equazione della *IS* è data da:

$$y = \frac{1}{\underbrace{1 - c_1(1-t)}_{\text{Moltiplicatore}}} [c_0 + (a_0 - a_1r) + G]$$

$$= k[c_0 + (a_0 - a_1r) + G]$$

$$= k \cdot \underbrace{(c_0 + a_0 + G)}_{\substack{\text{Componenti autonome} \\ \text{della spesa aggregata}}} - ka_1r.$$

Posto che

$$A \equiv k(c_0 + a_0 + G) \quad \text{e} \quad a \equiv ka_1,$$

possiamo infine scrivere:

$$y = A - ar.$$

Per dare conto dell'evidenza empirica secondo cui le variazioni del tasso di interesse reale producono i loro effetti definitivi sulla domanda aggregata e sulla produzione soltanto a distanza di circa un anno,⁷ in realtà, l'espressione della curva *IS* utilizzata nel modello del 'consenso' preso in considerazione in questo capitolo assume una connotazione dinamica:

$$y_t = A - ar_{t-1}.$$

Quando il prodotto si trova al suo livello 'naturale' di medio periodo si ha:

$$y_e = A - ar_s.$$

Secondo la definizione della Bce, il tasso di interesse r_s rappresenta:

[...] il tasso di interesse reale "naturale" o "neutrale", spesso definito come il tasso di interesse reale a breve termine coerente nel [medio] periodo – entro il quale ci si attende che i prezzi si adeguino in modo flessibile agli shock che periodicamente colpiscono l'economia – con il prodotto al suo livello potenziale (o sostenibile) e con un tasso di inflazione stabile.⁸

Come vedremo in seguito, per derivare la regola di politica monetaria 'ottima' della Banca centrale è utile ottenere una espressione che definisca una relazione tra

⁷ "The empirical evidence is that on average it takes up to about one year in this and other industrial economies for the response to a monetary policy change to have its peak effect on demand and production [...]" (Bank of England (1999), p. 9)

⁸ BCE (2004), p. 59.

- la deviazione del prodotto dal suo livello di equilibrio ‘naturale’ e
- la differenza tra il tasso di interesse determinato dalle autorità monetarie e il tasso di interesse reale ‘naturale’ inteso secondo il significato, visto poco sopra, attribuitogli dalla Bce.

A tal fine, sottraendo dall’espressione della *IS* dinamica l’espressione della *IS* che fa riferimento al livello del reddito di equilibrio ‘naturale’ di medio periodo otteniamo:

$$y_t - y_e = -a(r_{t-1} - r_s).$$

La deviazione del prodotto dal suo livello ‘naturale’ rappresenta il cosiddetto *output gap*, ovvero una misura dell’eccesso di domanda sull’offerta aggregata potenziale e, quindi, della pressione esercitata dalla domanda aggregata sul livello del tasso di inflazione.⁹

2.2. Il medio periodo e il lato dell’offerta aggregata

2.2.1. L’equilibrio ‘naturale’ sul mercato del lavoro

Dato lo stock di capitale, nel medio periodo il livello ‘naturale’ del reddito è determinato in funzione del numero di lavoratori occupati in corrispondenza dell’equilibrio raggiunto sul mercato del lavoro.

Come abbiamo visto in chiusura del capitolo precedente, il modello del ‘consenso’ della ‘nuova’ sintesi neoclassica accoglie l’ipotesi che sia il mercato del lavoro che quello dei beni non siano perfettamente concorrenziali.

In caso di imperfetta concorrenza sul mercato del lavoro, la curva di offerta di lavoro viene sostituita dalla cosiddetta *wage setting curve (WS)*, una curva che si posiziona al di sopra della curva di offerta di lavoro che caratterizza il mercato del lavoro perfettamente concorrenziale. Ciò significa che, rispetto a una situazione di perfetta concorrenza, sul mercato del lavoro esisterà sempre un certo numero di lavoratori aggiuntivo disponibile a lavorare alle condizioni di salario reale date. In altri termini, in presenza di imperfezioni, l’equilibrio sul mercato del lavoro sarà sempre caratterizzato dalla presenza di disoccupazione *involontaria* (figura 28).

I ‘nuovi keynesiani’ hanno illustrato i motivi per i quali il salario reale è più alto di quello pagato quando il mercato del lavoro è perfettamente concorrenziale, e le ragioni per le quali le imprese non impiegano i lavoratori disoccupati disposti a

⁹ “[...] ‘potential output’ [...] is the level of output at which the pressure of demand is in line with the economy’s capacity to supply, at which - in consequence - inflation is stable. [...] To reduce inflation it is necessary to have actual output beneath potential output. This introduces [the] concept [of] the ‘output gap’. When actual output is above potential output, there is a ‘positive output gap’; when it is beneath potential output, the output gap is ‘negative’. A positive output gap is accompanied by rising inflation, a negative output gap by falling inflation.” (Congdon (2007), p. 21)

lavorare per un salario reale inferiore a quello fissato sulla curva *WS*, in una serie di contributi eterogenei, tra i quali è possibile distinguere due grandi gruppi di teorie: le teorie *insider-outsider* e le teorie sui salari di efficienza (*efficiency wages*).

Nei modelli *insider-outsider*, gli *insider* sono i lavoratori già impiegati da parecchio tempo, mentre gli *outsider* sono i lavoratori disoccupati. L'esistenza di elevati costi di avvicendamento dei lavoratori garantisce agli *insider* un notevole potere contrattuale, che, senza tenere conto degli interessi degli *outsider*, viene sfruttato per imporre condizioni salariali particolarmente onerose. Il potere di mercato degli *insider* prescinde dalla presenza dei sindacati. Cionondimeno, l'esistenza dei costi di avvicendamento favorisce la ricerca di posizioni di rendita attraverso uno sforzo strutturato e coordinato.

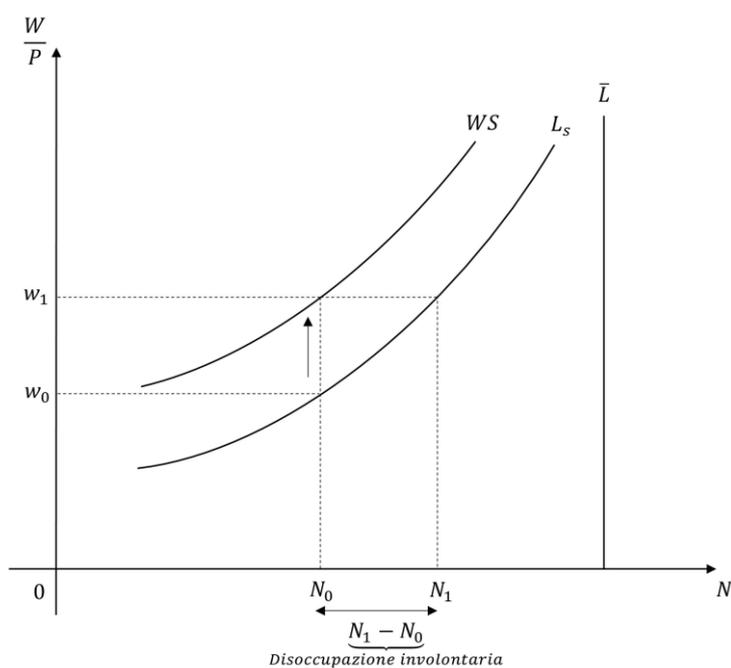


Figura 28 – La *wage-setting curve* (*WS*) e la curva di offerta di lavoro ‘classica’
(Fonte: Carlin e Soskice (2006), p. 46)

Le *teorie sui salari di efficienza*, invece, partono dall’idea che, spinte dal desiderio di scongiurare una diminuzione della produttività dei lavoratori, siano le imprese stesse a offrire un salario reale superiore a quello ottenibile dai lavoratori quando sul mercato del lavoro prevalgono condizioni di perfetta concorrenza.

L’efficienza lavorativa di un salariato non può infatti essere regolata per contratto né può essere facilmente controllata dal datore di lavoro. Per questo motivo, si ritiene che elevati salari reali forniscano un incentivo a migliorare l’impegno produttivo dei lavoratori. Inoltre, un decremento dei salari reali spinge molti lavoratori a cercarsi un nuovo lavoro, accrescendo la rotazione dei lavoratori

all'interno delle imprese e dando così luogo a maggiori costi sia di ricerca che di addestramento. Infine, occorre considerare che le imprese hanno difficoltà a valutare le capacità di un lavoratore prima di averlo assunto. Aspirando ad assumere i lavoratori migliori, esse sono mal disposte a impiegare quelli che si accontentano di salari più bassi, perché poche pretese possono essere il riflesso della consapevolezza di scarsa efficienza. Per di più, una riduzione dei salari reali tenderà ad allontanare proprio i lavoratori migliori.

Anche se forniscono spiegazioni divergenti sull'aggravamento del problema della disoccupazione involontaria, le teorie *insider-outsider* e le teorie sui salari di efficienza possono essere considerate tra loro complementari, perché, di fatto, la disoccupazione involontaria dipende sia dal salario reale che le imprese sono disposte a offrire che dal salario reale che i lavoratori riescono a ottenere nel corso delle contrattazioni salariali.¹⁰

Il salario determinato dai sindacati, dalle imprese o attraverso il processo di contrattazione collettiva è quello *nominale*. Tuttavia, è chiaro che i lavoratori effettueranno le loro valutazioni in base al *salario reale atteso*, ovvero in base alle loro aspettative sul livello futuro dei prezzi. Possiamo quindi scrivere:

$$W = P^e \cdot B(N, \mathbf{z}_w),$$

ove P^e rappresenta il livello generale dei prezzi atteso dai lavoratori per il periodo successivo alla data di stipula dell'ultimo contratto collettivo, la data, cioè, in cui si determina il valore di W . B è una funzione crescente del numero dei lavoratori occupati che tiene anche conto di una serie di variabili (\mathbf{z}_w) che colgono i fattori di rigidità *reale* sul mercato del lavoro (per esempio, il livello dei sussidi di disoccupazione, le norme di tutela del lavoro, il grado di sindacalizzazione dei lavoratori).

All'aumentare del numero dei lavoratori occupati aumenta anche il salario nominale. Infatti, poiché per i lavoratori è più facile trovare una occupazione alternativa, cresce il potere contrattuale dei sindacati e cresce l'incentivo delle imprese a favorire uno sforzo produttivo efficiente e a fidelizzare e a impiegare i lavoratori più produttivi. A parità di livello di occupazione, invece, la curva WS si sposta verso l'alto o verso il basso a seconda del minore o del maggior grado di flessibilità del mercato del lavoro o, in altri termini, a seconda del minore o maggior grado di conflittualità che caratterizza i lavoratori.

Ipotizzando che il livello effettivo dei prezzi sia uguale al livello atteso, l'equazione della curva WS assume la forma seguente:

¹⁰ Per una rassegna sulle teorie *insider-outsider* e sulle teorie dei salari di efficienza, si vedano Snowdon e Vane (2005), pp. 383-396 e Gordon (1990), pp. 1154-1159.

$$w^{WS} = \frac{W}{P} = B(N, \mathbf{z}_w).$$

Per i ‘nuovi keynesiani’, non solo il mercato del lavoro, ma anche il mercato dei beni è contraddistinto da condizioni di imperfetta concorrenza. Infatti, essi partono dal presupposto che le imprese operino in condizioni di monopolio o di concorrenza monopolistica. In questi casi, l’impresa fronteggia una curva di domanda inclinata negativamente rispetto al prezzo di vendita. Ai fini della massimizzazione dei propri profitti, l’impresa quindi non si limita a considerare il prezzo di mercato come un dato esogeno, ma fissa essa stessa il prezzo di vendita dei propri prodotti applicando un *mark-up* sui costi variabili per unità di prodotto (per semplicità, identificabili con il costo del lavoro per unità di prodotto), in modo da coprire i costi fissi e garantire un margine di profitto determinato in base alla elasticità della domanda rispetto al prezzo:

$$P = \left(1 + \frac{1}{\eta - 1}\right) \left(\frac{W}{MPL}\right) \equiv (1 + \mu) \left(\frac{W}{MPL}\right).^{11}$$

Dall’equazione precedente (la cosiddetta *price-setting equation*) si deriva il valore del salario reale che le imprese sono disposte a offrire per massimizzare i loro profitti:

$$w^{PS} = \frac{W}{P} = \frac{1}{1 + \mu} MPL.$$

Come si può notare, quando il mercato dei beni non è perfettamente concorrenziale, il salario reale determinato in base al meccanismo di fissazione dei prezzi delle imprese è sempre pari a una frazione della produttività marginale del lavoro determinata in funzione del valore del *mark-up*. Ciò significa che, nel diagramma che rappresenta il mercato del lavoro, la curva di domanda di lavoro ‘classica’, coincidente con la curva della produttività marginale decrescente dell’impresa perfettamente concorrenziale, viene sostituita da una curva che si posiziona più in basso denominata *price-setting curve (PS)*. In altre parole, in presenza di condizioni di concorrenza imperfetta i lavoratori vengono pagati meno della loro produttività marginale e le imprese sono in grado di conseguire dei superprofitti.

Assumendo che la produttività marginale del lavoro sia costante (ovvero che essa coincida con la produttività media) e che sia costante anche il *mark-up*, riscriviamo le due equazioni precedenti nel modo seguente:

$$P = (1 + \hat{\mu}) \left(\frac{W}{\lambda}\right)$$

e

¹¹ Al tendere verso infinito della elasticità della domanda al prezzo ($\eta \rightarrow \infty$) il *mark-up* tende a zero ($\mu \rightarrow 0$) e valgono le condizioni di concorrenza perfetta. Per maggiori dettagli, si veda Carlin e Soskice (2015), pp. 75-76.

$$w^{PS} = \frac{W}{P} = \frac{1}{1 + \hat{\mu}} \lambda.$$

Quest'ultima equazione corrisponde all'espressione di una *PS* orizzontale la cui posizione sul piano può variare a seguito di cambiamenti che interessano la produttività del lavoro (λ) o il *mark-up* fissato dalle imprese ($\hat{\mu}$).

La figura 29 consente di confrontare l'equilibrio sul mercato del lavoro 'classico' con l'equilibrio che invece si determina quando sia il mercato del lavoro che il mercato dei beni sono caratterizzati da condizioni di concorrenza imperfetta.

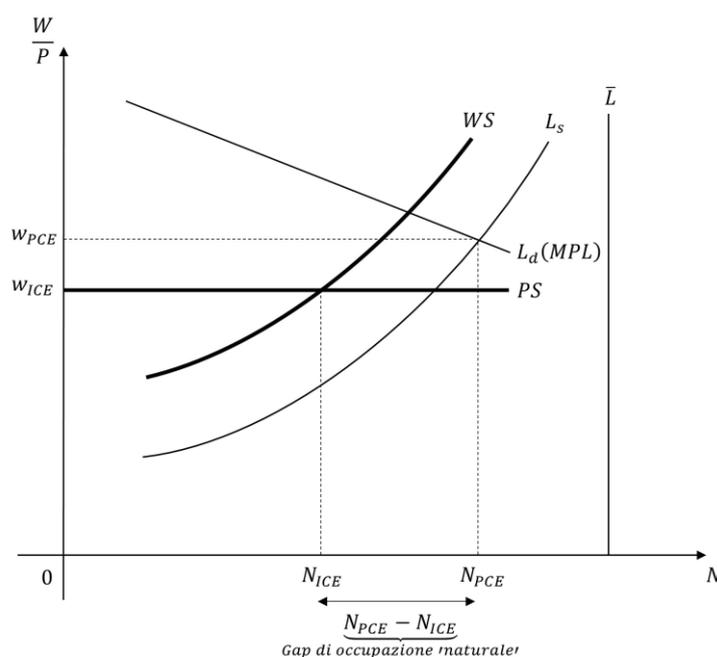


Figura 29 – L'equilibrio sul mercato del lavoro 'classico' e l'equilibrio in presenza di concorrenza imperfetta sui mercati del lavoro e dei beni
(Fonte: Carlin e Soskice (2006), p. 52)¹²

Il livello di occupazione di equilibrio 'naturale' raggiungibile in presenza di imperfezioni di mercato è inferiore al livello di occupazione di equilibrio 'naturale' *efficiente* che contraddistingue il mercato del lavoro 'classico'. Infatti, come si evince dalla figura 29, il confronto tra l'equilibrio 'classico' e quello raggiungibile in presenza di condizioni di concorrenza imperfetta sui mercati del lavoro e dei beni evidenzia l'esistenza di un *gap di occupazione (disoccupazione) 'naturale'*. Di conseguenza, anche il livello di produzione 'naturale' è inferiore a quello ottenibile in condizioni di perfetta concorrenza su tutti i mercati. Questo risultato è figlio delle caratteristiche strutturali sottostanti le curve *WS* e *PS*. Un aumento del livello di produzione e del

¹² *ICE* sta per *Imperfect Competition Equilibrium*, mentre *PCE* sta per *Perfect Competition Equilibrium*.

livello di occupazione ‘naturali’, e una corrispondente diminuzione del tasso di disoccupazione ‘naturale’, si possono quindi ottenere soltanto attraverso *politiche di riforma strutturale* che incidano sul lato dell’offerta aggregata e che consentano di riprodurre i meccanismi di funzionamento del mercato del lavoro e del mercato dei beni che caratterizzano l’equilibrio macroeconomico ‘classico’. Pertanto, a giudizio dei ‘nuovi keynesiani’, le differenze nei tassi di disoccupazione di equilibrio osservabili a livello internazionale sono interamente riconducibili a differenze di natura istituzionale e alle differenze negli approcci di politica economica adottati:

The equilibrium rate of unemployment is the outcome of structural or supply-side features of the economy that lie behind the wage-setting and price-setting curves. It can therefore in principle be changed by supply-side policies or structural changes. For example, changes in legislation to weaken trade unions could lead to a reduction of union bargaining power and this would lower the expected real wage that could be negotiated by workers at any level of unemployment [...] shifting the *WS* curve down. Holding all other features of the economy constant, this would lower the equilibrium rate of unemployment. Alternatively, an increase in the degree of product market competition – as a result say, of changes in the application of competition policy or because the internet makes it easier to compare prices – would produce a lower profit margin (μ) and a higher real wage at each level of employment (the *PS* curve would shift up). Similarly, any government policy change that affects wage- and price-setting outcomes will shift equilibrium unemployment. Policies related to unemployment benefits, taxation, labour, and product market regulation and incomes accords are all relevant. It is thus easy to imagine that international differences in policy and institutional structures produce differences in equilibrium unemployment.¹³

2.2.2. *La derivazione della curva di Phillips di breve periodo*

Nel mondo descritto dai ‘nuovi keynesiani’, alle rigidità *reali* che caratterizzano la forma istituzionale dei mercati del lavoro e dei beni si aggiunge anche una seconda fonte di imperfezioni rappresentata dalle rigidità *nominali* che impediscono l'immediato aggiustamento dei salari nominali e dei prezzi quando le condizioni sul

¹³ Carlin e Soskice (2006), pp. 52-53. Il carattere strutturale del tasso di disoccupazione ‘naturale’ era già stato sottolineato da Milton Friedman: “Per evitare malintesi vorrei sottolineare che, usando il termine tasso ‘naturale’ di disoccupazione, non voglio indicare nulla di fisso e di immutabile: al contrario, parecchie caratteristiche di mercato che ne determinano il livello dipendono dall’uomo e dalle politiche. Negli Stati Uniti, per esempio, i tassi di salario minimi legali, [...] e il potere dei sindacati, contribuiscono tutti a rendere il tasso naturale di disoccupazione più elevato di quanto non sarebbe altrimenti. I miglioramenti nella mobilità del lavoro, la disponibilità di informazioni sui posti vacanti e sull’offerta di lavoro, e così via dovrebbero invece tendere ad abbassare il tasso naturale di disoccupazione. Impiego il termine ‘naturale’ per la stessa ragione che indusse anche Wicksell ad usarlo, per cercare, cioè, di distinguere le forze reali da quelle monetarie.” (Friedman (1968) [1996], p. 283)

mercato del lavoro e sul mercato dei beni si allontanano dall'equilibrio 'naturale'. Come per gli economisti della 'vecchia' sintesi neoclassica, anche per quelli della 'nuova' sintesi è la presenza di questa seconda fonte di imperfezioni che consente di spiegare l'esistenza di cicli economici provocati da fluttuazioni della domanda aggregata.

In effetti, a seguito di uno shock alla domanda aggregata, le imprese che operano in condizioni di concorrenza imperfetta sono in grado di massimizzare i loro profitti variando sia le quantità prodotte che i prezzi applicati alla clientela. Ma poiché i loro profitti sono massimi in corrispondenza di un livello dei prezzi che supera la produttività marginale del lavoro, esse sono indotte a effettuare una valutazione comparativa dei costi e dei benefici associati a variazioni dei prezzi indotte dalle fluttuazioni della loro scheda di domanda. L'evidenza empirica mostra che, generalmente, in un primo momento, esse scelgono di variare unicamente il numero dei lavoratori occupati e il volume di produzione.

Da un lato, questa circostanza è legata all'esistenza di costi di aggiustamento dei prezzi (i cosiddetti *menu costs*) evidenziata nei lavori di Mankiw (1985), Akerlof e Yellen (1985) e Parkin (1986).¹⁴ Dall'altro, quand'anche i costi di aggiustamento dei prezzi fossero trascurabili, la scelta di non cambiare i prezzi a seguito di una variazione delle condizioni di domanda dipende da calcoli di convenienza strategica relativi alle aspettative sul comportamento che verrà adottato dalle imprese concorrenti.

A conferma di queste considerazioni, la *price-setting equation* mostra come, a parità di *mark-up* e di produttività dei lavoratori, le imprese varino i prezzi soltanto in conseguenza di una variazione del costo del lavoro. Infatti, data l'ipotesi di costanza di $\hat{\mu}$ e di λ , da

$$P = (1 + \hat{\mu}) \left(\frac{W}{\lambda} \right),$$

segue che:

$$(\Delta P/P)_t = (\Delta W/W)_t.$$

In sintesi, nel modello della 'nuova' sintesi neoclassica i prezzi sono rigidi in risposta a variazioni della domanda, ma pienamente flessibili in caso di variazioni dei costi di produzione e, in particolare, in caso di variazioni del costo del lavoro.

¹⁴ "Included among the nominal costs of price adjustment are not just the literal application of the label to changing prices on menus, lists, catalogues, and other printed material, but more generally the entire range of costs that managers must incur whenever nominal prices are changed. Meetings, phone calls, and trips to renegotiate with suppliers all fall under the rubric of menu costs. [...] Following a change in demand there may be little difference in the firm's profit if it does or does not adjust its price, and thus even small menu costs may potentially dissuade the firm from price adjustment." (Gordon (1990), p. 1145)

Per comprendere le dinamiche del ciclo economico dobbiamo quindi guardare al comportamento dei lavoratori. In due importanti contributi scritti verso la fine degli anni '70 del secolo scorso, Stanley Fisher (1977) e John Taylor (1980) dimostrarono che la validità della proposizione di inefficacia della politica macroeconomica avanzata dagli economisti della NMC non dipendeva dall'accettazione dell'ipotesi di aspettative razionali, ma dall'assunzione che i mercati sono sempre in equilibrio di concorrenza perfetta (ipotesi di *market clearing*). In particolare, Fisher e Taylor sottolinearono che, in presenza di accordi salariali pluriperiodali o scaglionati nel tempo, i disturbi monetari, quantunque anticipati da agenti economici razionali, producono degli effetti reali, perché le autorità monetarie possono variare l'offerta di moneta (o incidere sulla struttura dei tassi di interesse) più frequentemente di quanto non vengano rinegoziati i contratti di lavoro. In altre parole, i salari nominali sono parzialmente rigidi e non reagiscono immediatamente a variazioni del livello generale dei prezzi.¹⁵

Ipotizziamo, per semplicità, che la curva WS assuma una forma lineare del tipo

$$w^{WS}(y_t) = (W/P)^{WS} = \alpha(y_t - y_e) + z_w,$$

e che le trattative per il rinnovo dei contratti di lavoro abbiano luogo all'inizio di ciascun periodo.

A parità dei fattori istituzionali di rigidità *reale* riassunti dalla variabile z_w , all'inizio del periodo t la variazione del salario nominale negoziata dai lavoratori riflette:

- la variazione del livello generale dei prezzi registrata durante il periodo di tempo intercorso dall'ultima tornata di contrattazione collettiva (cioè durante il periodo $t - 1$) e
- i rapporti di forza contrattuali dettati, in quel momento, da mutamenti delle condizioni sul mercato del lavoro (eccesso di domanda o di offerta) legati all'andamento della domanda aggregata.

Pertanto:

$$(\Delta W/W)_t = (\Delta P/P)_{t-1} + \alpha(y_t - y_e).^{16}$$

¹⁵ "It is reasonable to conjecture that the costs of wage setting lead to the use of long-term contracts and that the difficulties of contract writing prevent the emergence of contracts that are equivalent to the use of spot markets. [...] The use of longer-term nominal contracts puts an element of stickiness into the nominal wage which is responsible for the effectiveness of monetary policy." (Fisher (1977), 194)

¹⁶ Nel paragrafo precedente abbiamo visto che la curva WS è crescente del numero dei lavoratori occupati. Stante l'ipotesi semplificatrice di costanza della produttività del lavoro, nell'espressione lineare della curva WS di cui sopra variazioni percentuali del livello del reddito corrente implicano una analoga variazione percentuale del numero dei lavoratori occupati e, a parità di altre condizioni, del tasso di disoccupazione. Come vedremo, in termini grafici ciò implica che a spostamenti orizzontali del livello del reddito corrispondano spostamenti orizzontali di entità equivalente del numero dei lavoratori occupati. Nella realtà, il rapporto tra le variazioni del livello del reddito e la variazione del tasso di disoccupazione è catturato dalla relazione empirica indagata per la prima

Riassumendo, uno shock alla domanda aggregata mette in moto la seguente sequenza di eventi:

- inizialmente, le imprese rispondono esclusivamente aumentando (o diminuendo) la produzione e l'occupazione;
- in occasione della successiva tornata di contrattazione collettiva, i lavoratori chiedono una variazione dei salari nominali corrispondente alla variazione del livello generale dei prezzi osservata nel periodo precedente, corretta in funzione delle mutate condizioni di domanda e di offerta sul mercato del lavoro;
- dopo la conclusione delle trattative sul rinnovo contrattuale le imprese variano i prezzi in misura analoga alla variazione dei salari nominali. Ciò implica che il salario reale pagato ai lavoratori si trovi sempre sulla curva *PS* e che esso non vari durante il ciclo economico.¹⁷

Combinando le equazioni che individuano il tasso di variazione del livello generale dei prezzi e il tasso di variazione dei salari nominali tra un periodo e l'altro, si ottiene la seguente espressione della curva di Phillips:

$$(\Delta P/P)_t = (\Delta P/P)_{t-1} + \alpha(y_t - y_e).$$

Con riferimento a un orizzonte temporale continuo, e non più discreto, possiamo quindi scrivere:

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha(y_t - y_e).$$

volta da Arthur Okun in un celebre articolo del 1962. Studi più recenti (si veda, per esempio, Ball, Leigh e Loungani (2012)) confermano la stabilità della relazione individuata da Okun negli anni '60, ma mettendo in evidenza la variabilità della reattività del tasso di disoccupazione in risposta a variazioni del livello del reddito: "In reality, there is not a one-for one relationship between a rise in output and a fall in unemployment. When output rises, workers who have been kept on the pay-roll but have not been fully employed (e.g. working shorter than normal hours) may be fully utilized with the result that higher output does not – at least initially – entail a rise in employment. This is called labour hoarding. Second, even if employment rises, unemployment does not necessarily fall if the new jobs are taken by those who were not previously in the labour force. People of working age who are neither employed nor unemployed are called economically inactive and the decision of whether or not to participate in the labour market is responsive to economic conditions. The combination of labour hoarding and changes in the labour force mean that a 1% change in output growth above or below its trend tends to be associated with respectively a fall or rise in the unemployment rate of less than 0.5 percentage points. This empirical relationship between changes in the growth rate relative to its trend and changes in the unemployment rate is called Okun's Law. The responsiveness of unemployment to changes in growth is lower in countries with tighter regulations on hiring and firing (as observed in many continental European countries) and with stronger traditions of lifetime employment, such as is characteristic of Japan." (Carlin e Soskice (2006), p. 73)

¹⁷ Sostanzialmente, queste conclusioni tratte dai 'nuovi keynesiani' hanno trovato conferma nei dati: "[...] in the data, real wages appear acyclical or a bit procyclical. For example, in the severe 1982 recession, which was allegedly driven by contractionary monetary policy, real wages were not very different from what they were a few years earlier or a few years later." (Mankiw (1988), p. 446)

Quest'ultima espressione rappresenta la seconda equazione della versione semplificata del modello macroeconomico del 'consenso' elaborata da Carlin e Soskice. Essa può anche essere interpretata come una curva di offerta aggregata di breve periodo in cui il livello del reddito non viene messo in relazione con il livello generale dei prezzi, ma con il tasso di inflazione.

L'equazione della curva di Phillips utilizzata in questa versione del modello di Carlin e Soskice è coerente con l'evidenza empirica sulla dinamica inflazionistica secondo cui, negli ultimi decenni, in molti paesi le variazioni del tasso di inflazione *seguono* le variazioni dei livelli del reddito e dell'occupazione e l'inflazione è un fenomeno persistente.¹⁸

La curva di Phillips quindi coglie gli effetti prodotti sul tasso di inflazione da una discrepanza positiva o negativa tra il livello del reddito corrente e il livello del reddito 'naturale' ($y_t - y_e$). In caso di *output gap* positivo, l'inflazione cresce rispetto al periodo precedente, mentre diminuisce nel caso contrario. La pendenza della curva di Phillips riflette la pendenza della curva *WS*, mentre l'inflazione *ritardata* (π_{t-1}) determina il punto di intersezione tra la curva di Phillips e la linea verticale che interseca l'asse delle ascisse in corrispondenza del livello di reddito 'naturale' associato al livello di occupazione (e al tasso di disoccupazione) 'naturale'.

Carlin e Soskice sottolineano che il termine che indica l'inflazione ritardata non riflette un meccanismo di formazione delle aspettative di tipo adattivo *à la Friedman*, quanto piuttosto l'inerzia del processo inflazionistico colta dai dati:

[...] adaptive expectations [...] [provide] an interpretation of the lagged inflation term [...] as a determinant of inflation. However, this is an unintelligent and thus implausible way of forming expectations: why look entirely to the past when forming a view about the future? A more palatable and realistic interpretation of why past inflation is included as a determinant of inflation is in terms of the inertia that characterizes wage and price setting in a complex economy. A common view is that wage setters incorporate past inflation into their current money wage claim in order to make up for any erosion in living standards (i.e. in the real wage) that has taken place since the previous wage round. We shall generally assume that wage setters are not able to incorporate expected *future* changes in their current bargain.¹⁹

¹⁸ Si vedano, per esempio, Christiano *et alia* (2005), Estrella e Fuhrer (2002) e Muellbauer e Nunziata (2004).

¹⁹ Carlin e Soskice (2006), p. 69. Carlin e Soskice (2004, p. 19) riconoscono che, in questo modo, la forma della curva di Phillips di breve periodo finisce per dipendere da assunzioni *ad hoc*: “[Our] model provides a simple macro-economic framework for use in analyzing contemporary performance and policy issues. It matches the empirical evidence concerning inflation persistence and the lag structure of key variables. Its main shortcoming is that it rests on ad hoc assumptions – in particular about the inflation process – rather than being derived from an optimizing micro model of [wage and price stickiness grounded in rational expectations].” Per versioni più sofisticate (*forward-looking*) della curva di Phillips di breve periodo ispirate ai lavori di Clarida, Gali e Gertler (1999) e Mankiw e Reis (2002), si vedano Carlin e Soskice (2004), pp. 19-25 e (2006), pp. 604-612.

Per enfatizzare il ruolo dell'inerzia nel processo inflazionistico, Carlin e Soskice quindi denotano l'inflazione ritardata con π^l e forniscono la seguente espressione alternativa della curva di Phillips:

$$\pi_t = \pi^l + \alpha(y_t - y_e)$$

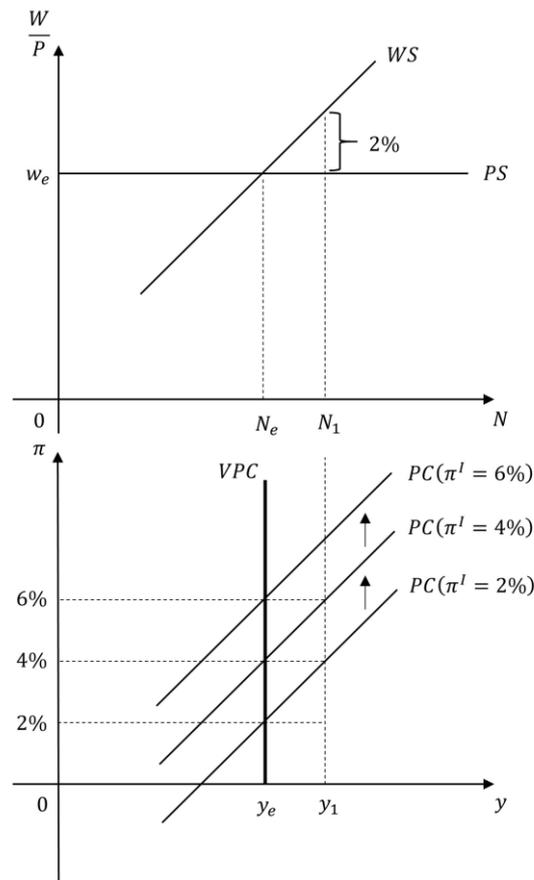


Figura 30 – La curva di Phillips di breve e di lungo periodo nel modello del nuovo ‘consenso’ macroeconomico (Fonte: Carlin e Soskice (2006), p. 73)²⁰

Dato il livello del tasso di inflazione del periodo precedente, la curva di Phillips individua l'insieme delle possibili combinazioni del livello del reddito e del tasso di inflazione. Tuttavia, le autorità di politica economica non possono sfruttare il *trade-off* tra il tasso di inflazione e il livello del reddito descritto dalla curva di Phillips, perché la posizione di quest'ultima è stabile soltanto in corrispondenza del livello del reddito ‘naturale’, quello, cioè, corrispondente all'equilibrio ‘naturale’ sul mercato del lavoro (figura 30).

²⁰ VPC sta per *Vertical Phillips Curve*.

Si supponga che nel periodo $t = 0$ il sistema si trovi in una condizione di equilibrio ‘naturale’ cui corrisponde un tasso di inflazione costante pari al 2%. Si supponga, inoltre, che le autorità di governo desiderino sfruttare il *trade-off* descritto dalla curva di Phillips attraverso una manovra fiscale espansiva. Per effetto della rigidità dei prezzi, le imprese rispondono all’aumento della domanda aggregata aumentando l’occupazione e la produzione. All’inizio del periodo $t = 1$, i lavoratori chiedono, e ottengono, un aumento del salario nominale che riflette il tasso di inflazione osservato alla fine del periodo precedente (2%) e un ulteriore aumento del 2% a titolo di adeguamento per le mutate condizioni legate all’esistenza di un *output gap* positivo ($\alpha(y_1 > y_e)$). Subito dopo la chiusura del contratto collettivo, le imprese adeguano i loro prezzi all’aumento del salario nominale. Di conseguenza, durante il periodo $t = 1$ il tasso di inflazione passa dal 2% al 4%, provocando uno spostamento verso l’alto della curva di Phillips.

Ciò significa che, a causa delle rigidità nominali che caratterizzano il sistema, all’inizio del periodo $t = 2$, le autorità di governo possono portare i livelli del reddito e dell’occupazione al di sopra dei loro livelli ‘naturali’ ($y_1 > y_e \Leftrightarrow N_1 > N_e$), ma soltanto al prezzo di un ulteriore aumento dell’inflazione (che salterebbe al 6%).

Sino a quando esiste un *output gap* positivo, il sistema è quindi esposto a una accelerazione del processo inflazionistico che, alla lunga, nessuna autorità di governo è in condizione di poter accettare. L’unica politica economica che può produrre un aumento dei livelli del reddito e dell’occupazione, senza una contemporanea accelerazione dell’inflazione, è una *politica di riforma strutturale* delle condizioni che determinano le capacità di offerta del sistema, e in particolare di quelle sottostanti l’equilibrio che si realizza sul mercato del lavoro. In altri termini, l’unica via aperta alle autorità di governo è quella di creare i presupposti per un aumento dei livelli ‘naturali’ del reddito e dell’occupazione. Pertanto, nel modello macroeconomico della ‘nuova’ sintesi neoclassica “l’unica *ratio* ispiratrice alla base di una politica fiscale espansiva è data dall’atteggiamento miope (*e.g.* ragioni di ciclo elettorale) del settore pubblico volto a sfruttare, nel breve periodo, la presenza della rigidità nominale per conseguire, temporaneamente, un livello di produzione maggiore di quello naturale.”²¹

Poiché, in presenza di rigidità nominali, ogni deviazione dei livelli del reddito e dell’occupazione dai loro livelli ‘naturali’ provoca uno spostamento verso l’alto o verso il basso della curva di Phillips, nel lungo periodo quest’ultima è verticale:

New Keynesians are the keepers of the faith that policymakers face a short-run trade-off between inflation and unemployment. [...] but [...] [m]ost economists

²¹ Visaggio (2012), p. 17.

today doubt [the existence of a long-run trade-off between inflation and unemployment]. On this issue, Milton Friedman has won the hearts and minds of my generation: in most new Keynesian models, the long-run Phillips curve is vertical. [...] [That is,] [m]ost accept the natural-rate hypothesis, which interpreted broadly states that classical economics is right in the long run. [...] economists today are more interested in the long-run equilibrium. The long run is not so far away that one can cavalierly claim, as Keynes did, that “in the long run we’re all dead”.²²

L’esistenza delle rigidità nominali pone il problema dei meccanismi di aggiustamento quando il sistema viene colpito da prolungati shock alla domanda aggregata che non dipendono dalla volontà delle autorità di politica economica. Si pensi, per esempio, a un persistente shock negativo dovuto alla diffusione di aspettative pessimistiche sulle prospettive di profitto e alla conseguente caduta della spesa per beni di investimento.

Nel capitolo precedente abbiamo visto che, in un caso come questo, nei modelli della ‘vecchia’ sintesi neoclassica, data la quantità nominale di moneta controllata dalla Banca centrale, la diminuzione dei salari nominali e dei prezzi provoca, da un lato, una caduta del tasso di interesse (*effetto Keynes*) e, dall’altro, un aumento della ricchezza reale (*effetto Pigou*). La combinazione di questi due effetti riporta la domanda aggregata in linea con la produzione di piena occupazione. Pertanto, anche in assenza di un intervento delle autorità di politica economica il sistema è destinato a tornare a una situazione di equilibrio caratterizzata dalla piena occupazione. Secondo questa prospettiva, Keynes aveva torto quando, nella *Teoria generale*, prefigurava l’esistenza di equilibri di sottoccupazione legati alla cronica carenza di domanda aggregata.

Tuttavia, nel modello della ‘nuova’ sintesi neoclassica la riduzione dei salari nominali e dei prezzi non mette in moto questi meccanismi di aggiustamento automatici. Per quanto riguarda l’*effetto Keynes*, nei prossimi paragrafi vedremo che le autorità monetarie hanno ormai abbandonato il controllo della quantità nominale di moneta, privilegiando il controllo diretto del tasso di interesse monetario. Poiché la quantità nominale di moneta non è più fissata in modo esogeno dalle autorità monetarie, una diminuzione del livello generale dei prezzi non produce più alcun effetto sul valore assunto dal tasso di interesse.

Inoltre, nelle versioni del modello DSGE elaborate dai ‘nuovi keynesiani’ in cui la funzione del consumo è derivata dal comportamento razionale *forward looking* dell’agente rappresentativo, anche l’*effetto Pigou* perde di rilevanza, perché non solo la

²² Mankiw, N.G. (1991), pp. 4, 7. Arestis e Sawyer (2004, p. 17) affermano che, in sostanza, questa posizione equivale alla riaffermazione della legge di Say: “The essence of Say’s Law holds, namely that the level of effective demand does not play an independent role in the (long run) determination of economic activity, and adjusts to underpin the supply side-determined level of economic activity (which itself corresponds to the NAIRU)”.

moneta, ma anche i titoli del debito pubblico non vengono considerati come componenti della ricchezza reale delle famiglie.²³

In presenza di rigidità nominali e in mancanza di meccanismi di aggiustamento automatici, un prolungato shock negativo alla domanda aggregata espone quindi il sistema ai rischi di una spirale deflazionistica. Simmetricamente, un persistente shock positivo alla domanda aggregata rischia di mettere in moto una spirale inflazionistica. Pertanto, soltanto un intervento delle autorità di politica economica può ricondurre il livello della domanda aggregata in linea con il livello di produzione potenziale determinato in funzione dell'equilibrio 'naturale' sul mercato del lavoro.

Infine, l'inerzia del processo inflazionistico catturato dalla curva di Phillips di breve periodo implica che se, a seguito di uno shock positivo di natura permanente o anche solo temporanea alla domanda aggregata, le autorità di politica economica desiderano ridurre il livello del tasso di inflazione associato al livello di reddito 'naturale', esse devono mettere in conto che il processo di disinflazione richiede un costo in termini di disoccupazione. Tornando alla figura 30, se il sistema è in equilibrio in corrispondenza di un tasso di inflazione del 6%, e le autorità di governo desiderano portare il tasso di inflazione a un livello più basso, esse possono riuscirci soltanto spingendo il sistema verso una condizione in cui il livello di occupazione è inferiore a quello 'naturale'. Infatti, dato il tasso di inflazione osservato nel periodo precedente (6%), la curva di Phillips di breve periodo indica tutte le coppie di valori del reddito e del tasso di inflazione potenzialmente raggiungibili attraverso la manovra degli strumenti di politica economica. Ma, come si può notare, gli unici punti sulla curva di Phillips di breve periodo cui corrisponde un tasso di inflazione

²³ “[...] problems that arise under conditions of price stability [...] have taken center stage once again. Chief among these problems are those associated with the liquidity trap, which, according to Hicks (1937), lies at the core of Keynes’s (1936) economics. Krugman (1998) and Svensson (1999) reconsider the idea of the liquidity trap using state-of-the-art monetary models in which optimizing agents have rational expectations. [...] Notably absent from these new models of the liquidity trap, however, is another old idea: that of the real balance effect. First discussed by de Scitovsky (1941), Haberler (1946), and Pigou (1943) and developed more extensively by Patinkin (1965), the real balance effect describes a channel through which a change in real balances, caused either by a change in the nominal money supply or by a change in the nominal price level, impacts household wealth and thereby affects consumption and output. [...] It has been widely appreciated, since the publication of Barro’s (1974) paper on Ricardian equivalence, that government bonds will not be perceived as a source of private-sector wealth if the households owing those bonds are the same households that must pay all of the taxes that will eventually be used to retire the government’s debt. Less widely appreciated, however, is a closely related finding, presented most explicitly by Weil (1991), but also implicit in earlier work by Sachs (1983) and Cohen (1985). These authors show that government-issued fiat money will not be perceived as a source of private-sector wealth if the households owning that money are the same households that, first, receive all of the transfers or pay all of the taxes associated with future changes in the money supply and that, second, incur all of the opportunity costs associated with carrying the money stock across all future periods. In fact, Krugman’s and Svensson’s representative-agent models describe environments in which money is not wealth. In these models, therefore, the real balance effect disappears.” (Ireland (2005), pp. 1271-1272)

inferiore al 6% sono quelli che si trovano alla sinistra della intersezione con la curva di Phillips di lungo periodo.²⁴

2.3. La politica di stabilizzazione macroeconomica nel modello della 'nuova' sintesi neoclassica

2.3.1. Dal monetary targeting all'inflation targeting

Le considerazioni precedenti hanno messo in luce che, secondo la visione dei 'nuovi keynesiani', nel medio periodo il livello del reddito è determinato univocamente in base alle caratteristiche strutturali che definiscono la capacità di offerta del sistema economico. Le fluttuazioni della domanda aggregata incidono sulle condizioni di equilibrio del mercato del lavoro, generando spinte inflazionistiche o deflazionistiche inerziali che alterano la capacità del sistema dei prezzi di veicolare preziose informazioni sulle preferenze degli agenti economici.²⁵ La politica macroeconomica deve quindi astenersi da velleitari tentativi di ridurre la disoccupazione al di sotto del suo livello 'naturale', ed essere invece diretta esclusivamente alla stabilizzazione del tasso di inflazione attraverso politiche di

²⁴ Gli esiti delle politiche di deflazione messe in atto negli Stati Uniti e in Gran Bretagna tra la fine degli anni '70 e l'inizio degli anni '80 del secolo scorso sconfessano le conclusioni postulate dai modelli elaborati dagli economisti della NMC, ossia l'idea che agenti economici razionali anticiperebbero gli effetti di politiche monetarie (e fiscali) sistematiche e che l'annuncio di politiche credibili non produrrebbe nessuna conseguenza, nemmeno transitoria, sul livello del reddito e dell'occupazione, ma soltanto sul livello generale dei prezzi. Le drammatiche recessioni sperimentate tra il 1980 ed il 1982 in Gran Bretagna e negli Stati Uniti certificano l'impossibilità di ridurre l'inflazione senza pagare un prezzo in termini di minore produzione e minore occupazione: "The need for a drastic cure for inflation was an important plank of the political platforms of both the Reagan and Thatcher administrations when first elected, and the notion that what was occurring was an explicit repudiation of the previous consensus on macroeconomic policy was widely discussed. [...] if the Volcker and Thatcher 'threats' or commitments to disinflate were not credible, it is hard to imagine any policy announcements which would be, and the distinction between anticipated and unanticipated policy becomes meaningless for any practical purpose. [...] The general shift in the policy stance must therefore have been widely anticipated and understood, and yet, in both Britain in 1980-81, and the USA in 1981-82, there were none the less severe recessions. The most ambitious claims of the new classical school regarding policy irrelevance were therefore visibly in ruins [...]." (Smithin (1990), pp. 52-53)

²⁵ "Whereas the public appear to worry about their real incomes being eroded by inflation, economists do not see this as much of a concern and place more stress on the interference that high inflation creates for the ability of prices to convey information. Periods of high inflation are also often ones with volatile inflation. To see why this matters, consider an economy with technical progress in which innovation takes place unevenly across sectors. In sectors with rapid innovation, prices will be falling relative to prices in other sectors where technology is more stagnant (think of the falling prices of computing power). These are economically significant changes in relative prices and should lead to a reallocation of resources in the economy, Volatile inflation can therefore distort resource allocation to the extent that it masks these relative price changes. In short, volatile inflation has adverse real effects on the economy that are hard to avoid." (Carlin e Soskice (2015), p. 87)

gestione della domanda aggregata che consentano di ricondurre il sistema verso il suo livello di produzione ‘naturale’ di medio periodo, quando si assume siano svanite le rigidità nominali che impediscono una subitanea variazione dei salari nominali e dei prezzi:

In the benchmark version of [the New Keynesian model] constant inflation is indeed the optimal policy, delivering a zero output gap (defined as the distance from the level of output that would prevail in the absence of nominal rigidities), which turns out to be the best possible outcome for activity given the imperfections present in the economy.²⁶

Mentre le politiche di *fine tuning* della domanda aggregata patrocinate dagli economisti della ‘vecchia’ sintesi neoclassica prediligevano lo strumento della manovra fiscale, perché esso offriva una possibilità di controllo diretto sui flussi di spesa rispetto al controllo solo indiretto consentito da variazioni del tasso di interesse provocate da variazioni della quantità di moneta, gli economisti della ‘nuova’ sintesi neoclassica attribuiscono alla politica fiscale un ruolo meramente sussidiario nella gestione della domanda aggregata:

In the aftermath of the Great Depression and following Keynes, fiscal policy had been seen as a – perhaps the – central macroeconomic policy tool. [...] In the past two decades, however, fiscal policy took a backseat to monetary policy. The reasons were many: first was wide skepticism about the effects of fiscal policy, itself largely based on Ricardian equivalence arguments. Second, if monetary policy could maintain a stable output gap, there was little reason to use another instrument. In that context, the abandonment of fiscal policy as a cyclical tool may have been the result of financial market developments that increased the effectiveness of monetary policy. Third, in advanced economies, the priority was to stabilize and possibly decrease typically high debt levels; in emerging market countries, the lack of depth of the domestic bond market limited the scope for countercyclical policy anyway. Fourth, lags in the design and implementation of fiscal policy, together with the short length of recessions, implied that fiscal measures were likely to come too late. Fifth, fiscal policy, much more than monetary policy, was likely to be distorted by political constraint. [...] As a result, the focus was primarily on debt sustainability and on fiscal rules designed to achieve such sustainability. [...] Automatic stabilizers could be left to play (at least in economies that did not face financing constraints), as they did not conflict with sustainability. Indeed, with the increase in the share of government in output as economies developed [...], automatic stabilizers played a greater role.²⁷

²⁶ Blanchard, Dell’Arricia e Mauro (2010), p. 3.

²⁷ *Ibidem*, pp. 5-6.

Per i ‘nuovi keynesiani’ lo stimolo fiscale può ancora rappresentare una importante ancora di salvataggio, ma soltanto in caso di recessioni di particolare gravità:

If we have a very deep recession, certainly something on the lines of the Great Depression, there is room for the government to do something. [...] A balanced budget amendment that is too strict could be a disaster. At certain times [...] it is appropriate to run budget deficits.²⁸

Nel modello del nuovo ‘consenso’ macroeconomico la gestione della domanda aggregata ai fini della stabilizzazione del tasso di inflazione è dunque affidata interamente agli strumenti della politica monetaria.

Verso la metà degli anni '70 del secolo scorso, l'evidenza empirica relativa all'esistenza di una relazione stabile tra i tassi di crescita della quantità di moneta e i tassi di crescita del reddito nominale aveva spinto un numero crescente di banche centrali ad adottare strategie di politica monetaria orientate al *monetary targeting*. Se, come sembrava, le variazioni della quantità di moneta anticipavano le variazioni del reddito nominale in modo sostanzialmente prevedibile, attraverso il controllo della quantità di base monetaria (Capitolo 7, paragrafo 1.) la Banca centrale poteva ancorare la propria azione alla realizzazione di un obiettivo intermedio definito dal tasso di crescita della quantità di moneta ritenuto compatibile con l'obiettivo finale dato dal tasso di inflazione desiderato.

Tuttavia, la rivalutazione delle conclusioni della teoria quantitativa della moneta ad opera di Friedman e di Lucas ricevette un duro colpo quando, a seguito degli esperimenti di *monetary targeting* condotti negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, la stabilità della relazione tra la quantità di moneta e il reddito nominale venne meno. L'esito degli esperimenti di *monetary targeting* condotti dall'amministrazione Reagan e dal governo Thatcher aveva dato ragione a coloro che, come Nicholas Kaldor, avevano ammonito che il controllo della quantità dei mezzi di pagamento convenzionali stimola l'innovazione finanziaria e, quindi, la continua creazione di sostituti della moneta, impedendo così la definizione stessa della nozione di moneta:

Ciò che, in ogni momento, viene considerato “moneta” è costituito da quelle forme di attività finanziarie usate come strumenti liberatori dei debiti. Ma ogni scarsità dei tipi comunemente in uso porta necessariamente al sorgere di tipi nuovi; in effetti, in questo modo sono sorti, nel corso della storia, prima le banconote e poi i depositi utilizzabili con assegno. Che forme nuove non siano sorte nei tempi recenti [...] dipende solo dal fatto che il sistema esistente è regolato in modo da non renderle necessarie (le “autorità” forniscono abbastanza moneta del tipo consueto da scoraggiare lo sviluppo di specie nuove). Esse condizionano quindi la nostra mente a pensare alla moneta come

²⁸ Mankiw, in Snowdon e Vane (1999), pp. 117-118.

a una sostanza ben definita, a un'entità reale, la cui "quantità" è manipolata e controllata in modo indipendente dall'autorità monetaria. [...] Ma [...] ogni energica iniziativa da parte delle autorità monetarie indebolisce la loro presa sul mercato, facendo spostare le imprese dalle banche commerciali ad altre istituzioni finanziarie²⁹.

Se la Banca centrale non fornisce "abbastanza moneta del tipo consueto", si costituirebbe "un completo sistema alternativo monetario e dei pagamenti, il quale coesisterebbe a lato della 'moneta ufficiale'"³⁰. In questo modo, verrebbe però minata anche la centralità della posizione delle autorità monetarie nel sistema finanziario e la loro capacità di governare una struttura finanziaria in cui le banche commerciali svolgono un ruolo determinante:

[...] le autorità monetarie, siano esse la Federal Reserve o la Banca d'Inghilterra, si sono rese conto di essere nella posizione di un monarca costituzionale: dotate, sulla carta, di ampi poteri di riserva, il mantenimento e la conservazione dei quali dipendono in larga misura dal controllo e dalla moderazione dimostrati nel loro esercizio. La Banca d'Inghilterra, in virtù di successivi decreti del Parlamento, ha il monopolio dell'emissione di biglietti, almeno in Inghilterra e nel Galles. Ma il potere effettivo conferito da questi decreti dipendeva, e ancora dipende, dalla conservazione del ruolo centrale dell'emissione di biglietti nel generale sistema monetario e creditizio; e ciò a sua volta, non era questione di poteri legali, ma di evitare politiche che avrebbero portato all'erosione di questo ruolo.³¹

A giudizio di Kaldor, dunque, da un lato, l'evidenza empirica circa l'esistenza di una relazione stabile tra i tassi di crescita della quantità di moneta e i tassi di crescita del reddito nominale non rappresentava una prova a sostegno della validità della teoria quantitativa della moneta, bensì la dimostrazione della natura endogena dell'offerta di moneta, perché le autorità monetarie erano disposte a fornire qualunque quantità di base monetaria richiesta dal sistema creditizio, limitandosi a

²⁹ Kaldor, N. (1970) [1986a], p. 154. Curiosamente, la sfiducia in politiche tese a controllare l'offerta della moneta convenzionale caratterizza anche il pensiero di Henry Simons, uno dei più importanti predecessori di Milton Friedman all'Università di Chicago nel periodo compreso tra le due guerre mondiali: "The obvious weakness of [fixing the quantity of circulating media] as a sole rule of monetary policy, lies in the danger of sharp changes on the velocity side, for no monetary system can function effectively or survive politically in the face of extreme alternations of hoarding and dishoarding. [...] The fixing of the quantity of circulating media might merely serve to increase the perverse variability in the amounts of 'near-moneys' and in the degree of their general acceptability, just as the restrictions on the issue of bank notes presumably served to hasten the development of deposit (checking-account) banking. [...] [The] limitations [of the rule of a fixed quantity of money] [...] have to do mainly with the unfortunate character of our financial structure - with the abundance of what we [...] call 'near-moneys' - with the difficulty of defining money in such manner as to give practical significance to the conception of quantity." (Simons (1936), pp. 5, 16)

³⁰ Kaldor (1970) [1986a], p. 154.

³¹ *Ibidem*, p. 156.

fissarne il prezzo (Capitolo 7, paragrafo 4).³² Dall'altro lato, l'invalidità della teoria quantitativa della moneta trovava conferma nel fatto che le autorità monetarie non potevano governare l'andamento degli aggregati monetari predeterminando rigidamente la quantità di base monetaria, perché, attraverso l'innovazione finanziaria, il sistema creditizio e finanziario era in grado di economizzare sulla quantità di base monetaria disponibile, aumentandone progressivamente la velocità di circolazione:

Le variazioni dello stock di moneta e quelle della velocità sono [...] sostitutive le une delle altre; se la velocità di circolazione appare *stabile*, è solo perché lo stock di moneta è *instabile*.³³

³² Per Kaldor, nemmeno l'evidenza empirica circa l'esistenza di un anticipo della serie monetaria sulla serie del reddito nominale poteva essere usata a supporto della validità della teoria quantitativa della moneta: "Per quanto riguarda il ritardo temporale, oggi si ammette generalmente che non prova nulla circa la natura delle relazioni causali. Se si assumesse un modello perfettamente keynesiano nel quale le decisioni di spesa determinano il reddito, e se si assumesse un sistema monetario perfettamente passivo, dove le riserve vengono offerte senza limiti, a saggi d'interesse costanti, sarebbe ancora vero che il punto di svolta dell'offerta di moneta precederebbe quello del PNL, per le stesse ragioni per cui il moltiplicatore keynesiano implica invariabilmente un ritardo temporale. Si supponga che la variazione iniziale sia una decisione da parte di alcune imprese di aumentare le scorte, ricorrendo al prestito per il finanziamento. Il primo effetto è quello di far effettuare un certo ammontare di disinvestimento involontario alle imprese le cui vendite sono aumentate inaspettatamente. Soltanto quando ciò viene compensato da maggiori ordinazioni l'attività produttiva aumenterà [...]. Gli effetti definitivi sul reddito comportano ulteriori incrementi dell'attività produttiva creati dalla spesa generata dai redditi addizionali. Ci sono quindi tutti i motivi per supporre che l'aumento dell'offerta di moneta debba precedere l'aumento del reddito, indipendentemente dal fatto che l'aumento di moneta sia una causa o un effetto" (Kaldor (1970) [1986a], pp. 157-158). Su questo argomento si confronti anche Tobin (1970).

³³ Kaldor (1982a) [1984], p. 99. L'importanza dell'aumento della velocità di circolazione della moneta ai fini del finanziamento della spesa aggregata è stata evidenziata da Kaldor già alla fine degli anni '50, in un suo *memorandum* sottoposto alla *Commissione Radcliffe*: "Non si potrà mai affermare con troppo vigore che non vi è alcuna relazione diretta, in una collettività moderna, fra la quantità di moneta in circolazione (qualunque definizione di 'offerta di moneta' si adotti a questo riguardo) e la quantità di moneta spesa in beni e servizi per unità di tempo. [...] i movimenti del rapporto [in cui si trovano i fondi di cassa rispetto al volume degli scambi di pagamenti monetari] possono venire spiegati soltanto dalla variabile incidenza delle politiche perseguite dalle autorità monetarie. In paesi in cui le autorità perseguono una politica restrittiva, il rapporto tende a cadere, e viceversa. Così in Gran Bretagna vi è stato un aumento spettacolare della velocità di circolazione, particolarmente a partire dal 1955, che ha pienamente compensato il fatto che l'offerta di moneta non sia aumentata di pari passo con l'aumento dei prezzi e dei redditi monetari. [...] Non si potrebbe sostenere seriamente che questa variazione della velocità di circolazione sia stata, in un senso qualsiasi, un fenomeno indipendente che accidentalmente venne a coincidere nel tempo con il mutamento della politica monetaria. Fu semplicemente un riflesso di tale politica: se l'offerta di moneta non fosse stata ristretta, l'aumento della velocità di circolazione non si sarebbe verificato [...]" (Kaldor (1958) [1986a], pp. 91-92. Alla fine degli anni '50 del secolo scorso, posizioni analoghe a quelle espresse da Kaldor in Gran Bretagna venivano difese da Hyman Minsky (1957) negli Stati Uniti.

La possibilità che si verifichino variazioni del livello della spesa aggregata e del reddito nominale a parità della quantità di moneta ‘convenzionale’ porta così a distinguere tra una *teoria in senso stretto* e una *teoria in senso ampio (strutturalista)* della endogenità dell’offerta di moneta:

La tesi dell’endogenità a volte è usata in senso restrittivo per affermare che lo stock di moneta in essere è sempre determinato dalla domanda; [...] In senso più ampio invece l’endogenità della moneta si riferisce al prodotto della quantità di moneta per la sua velocità di circolazione. Si faccia riferimento alla equazione degli scambi, $MV = Y$. L’equazione ci dice che Y , il reddito nominale, sarà sempre finanziato da MV , la quantità di moneta per la sua velocità di circolazione. Il volume di transazioni relative ad un dato livello di reddito nominale troverà sempre i mezzi di pagamento necessari a finanziarlo: se la quantità di moneta è insufficiente, la velocità di circolazione crescerà. La domanda di mezzi di pagamento che si accompagna ad un dato livello di reddito può essere soddisfatta o da una variazione della quantità di moneta oppure da una variazione della velocità di circolazione. [...] La quantità di moneta può anche essere fissata esogenamente dalle autorità, ma l’economia otterrà sempre quel volume di mezzi di pagamento che gli serve, facendo girare più o meno rapidamente la moneta disponibile.³⁴

Negli anni ’80 del secolo scorso, l’accentuata instabilità della relazione empirica tra aggregati monetari e reddito nominale portò le banche centrali dei principali paesi avanzati, con l’eccezione della *Bundesbank* e della Banca Nazionale Svizzera, ad abbandonare le strategie di *monetary targeting*.³⁵ Per garantire la credibilità della politica monetaria e l’adeguamento delle aspettative del pubblico agli obiettivi di inflazione stabiliti dalle banche centrali, in modo da poter ovviare al problema della inconsistenza temporale della politica monetaria messo in luce da Kydland e Prescott (1977), era quindi necessario definire una strategia alternativa che fornisse

³⁴ Parboni (1984), pp. 170 e 172.

³⁵ In Inghilterra, la strategia di *monetary targeting* venne abbandonata formalmente nel 1987. Negli Stati Uniti, la Fed cessò di controllare la base monetaria e tornò al controllo del tasso sui fondi federali nell’autunno del 1982. In ottemperanza alle disposizioni del Congresso, la Fed continuò a fissare degli obiettivi per la crescita di alcuni aggregati monetari sino al 2000, ma senza più attribuirvi la natura di *target* intermedi per la politica monetaria. Nel 1999, infine, l’instabilità della funzione di domanda di moneta indusse anche la Banca Nazionale Svizzera ad abbandonare la strategia di *targeting* degli aggregati monetari. Su queste vicende si vedano Friedman B. M. (2000), pp. 12-13, 16 e Snowdon e Vane (2005), p. 416. Nell’ambito della sua *Strategia di politica monetaria orientata alla stabilità*, la BCE (1999a, 2000b) continua ad attribuire una certa rilevanza alla crescita dell’aggregato monetario *M3*. Tuttavia, essa sottolinea esplicitamente che, nonostante la definizione di un valore di riferimento quantitativo per la crescita di *M3*, questo aggregato monetario non rappresenta un obiettivo monetario intermedio. Inoltre, la politica monetaria della Bce si basa sulla manovra del tasso per le operazioni di rifinanziamento principale e dei tassi per le operazioni su iniziativa delle controparti. Il tasso di crescita dell’aggregato monetario *M3* quindi rientra nell’ampio ventaglio di indicatori che guidano la Bce nella determinazione dei valori da attribuire ai suoi tassi di interesse ufficiali a breve termine.

una nuova *ancora nominale* cui legare la stabilizzazione del tasso di inflazione nel medio-lungo periodo. A tal fine, a partire dagli anni '90 del secolo scorso, un numero crescente di paesi ha cominciato ad adottare strategie di politica monetaria orientate all'*inflation targeting*. Secondo la definizione dell'ex presidente della *Federal Reserve* statunitense Ben Bernanke, la strategia di *inflation targeting* consiste nel pubblico annuncio di un obiettivo quantitativo per il tasso di inflazione e nell'esplicito riconoscimento che la stabilizzazione del tasso di inflazione rappresenta l'obiettivo primario di lungo periodo della politica monetaria:

Inflation targeting is a framework for monetary policy characterized by the public announcement of official quantitative targets (or target ranges) for the inflation rate over one or more time horizons, and by explicit acknowledgement that low, stable inflation is monetary policy's primary long-run goal.³⁶

In sostanza, con l'*inflation targeting* la Banca centrale ancora la propria azione direttamente alla realizzazione dell'obiettivo finale della politica monetaria, abbandonando il perseguimento di obiettivi intermedi legati ai tassi di crescita degli aggregati monetari. Ma, di per sé, l'ancoraggio all'obiettivo di inflazione dichiarato pubblicamente non isola le autorità monetarie dalle pressioni di un governo che, mosso da ragioni di opportunismo elettorale, miri al conseguimento di obiettivi di crescita del reddito e dell'occupazione nel breve periodo.³⁷ Per questo motivo, la strategia di *inflation targeting* prevede che le autorità monetarie debbano godere delle più ampie garanzie di *indipendenza*. Soltanto in questo modo, gli agenti economici tenderanno a conformare le loro previsioni di inflazione all'obiettivo dichiarato dalla Banca centrale e le decisioni di consumo e di investimento di famiglie e imprese potranno essere prese in condizioni di relativa certezza.

Con l'abbandono della strategia di *monetary targeting* e l'adozione della strategia di *inflation targeting*, le autorità monetarie rispondono alle variazioni dei fattori che influenzano il tasso di inflazione attraverso l'aggiustamento del tasso di interesse ufficiale a breve termine, ovvero attraverso il controllo del *prezzo* e non della *quantità*

³⁶ Bernanke *et alia* (1999), p. 3.

³⁷ "The time-inconsistency problem arises because there are incentives for a policymaker to try to exploit the short-run trade-off between employment and inflation to pursue short-run employment objectives, even though the result is poor long-run outcomes. [...] From my first-hand experience as a central banker, I can testify that central bankers are very aware of the time-inconsistency problem and are, indeed, extremely averse to falling into a time-inconsistency trap. However, even if central bankers recognize the problem, there still will be pressures on the central bank to pursue overly expansionary monetary policy by politicians. [...] The time-inconsistency problem is just shifted back one step; its source is not in the central bank, but rather, resides in the political process." (Mishkin (2000), p. 2)

della base monetaria.³⁸ Pertanto, l'offerta di moneta 'convenzionale' deve considerarsi strettamente *endogena*, determinata in funzione dei prestiti erogati dagli istituti di credito e delle scelte di portafoglio dei possessori di ricchezza:

[...] the amount of money in the economy is the *outcome* of the responses of banks and the private sector to the central bank's interest rate decision. [...] Given the choice by banks of their liquidity ratios (the ratio of reserves to deposits), the amount of central bank money is pinned down by the size of bank deposits and cash the public wish to hold. Subject to the constraints of their liquidity, commercial banks will create money by extending loans when it is profitable for them to do so. This will depend on the demand for loans, given by the *IS* curve, and on the funding costs they face, which will be determined by the policy rate set by the central bank. [...] [The money created whenever banks make a loan] shows up in the bank accounts of households and firms. The type of bank account chosen for depositing the money (e.g. current account, term account etc.) will affect which of the broad measures of the money supply reported by central banks such newly created money is counted in.³⁹

Poiché, con l'*inflation targeting*, la dinamica della domanda aggregata non può più essere influenzata in modo diretto o indiretto da variazioni esogene della quantità nominale di moneta, cadono le condizioni di validità della teoria quantitativa della moneta. L'endogenità dell'offerta di moneta implica, inoltre, anche l'invalidità della teoria della preferenza per la liquidità di Keynes. È evidente, infatti, che, se le autorità monetarie decidono di controllare i tassi di interesse e non la quantità di moneta, non vi possa più essere spazio per una teoria secondo la quale variazioni (esogenamente determinate) della quantità di moneta provocano variazioni del tasso di interesse. Inoltre, l'instabilità della funzione di domanda di moneta cessa di essere un problema per i responsabili della politica monetaria:

For a central bank using interest rate policy, innovations in the payments system, or other structural changes in the economy that shift the private sector's demand for money, do not alter the central bank's ability to achieve its desired output gap. By keeping the policy rate unchanged, any shift in the money demand function affects the money supply but does not feed back to influence real economic activity.⁴⁰

³⁸ "In economies with developed financial systems, the main instrument of monetary policy is the short-term interest rate, and it is the task of the monetary authority to use this instrument, and to be seen to be prepared to use this instrument, to control inflation and inflation expectations." (Allsopp e Vines (2000), p. 2)

³⁹ Carlin e Soskice (2015), pp. 154, 158.

⁴⁰ Carlin e Soskice (2015), p. 158. Su questo punto si confronti Kaldor (1985a).

Nel modello della ‘nuova’ sintesi neoclassica, il successo della politica di stabilizzazione del tasso di inflazione quindi dipende dalla capacità delle autorità monetarie di influenzare le componenti della domanda aggregata sensibili alle variazioni del tasso di interesse attraverso il controllo del tasso di interesse ufficiale a breve termine. Ciò presuppone che la Banca centrale sia in grado di governare l'intera gamma dei tassi di interesse che caratterizzano il sistema finanziario di una moderna economia di mercato.

Di fatto, la Banca centrale esercita un controllo diretto soltanto sul tasso di interesse *nominale* a breve termine al quale essa cede base monetaria alle banche e alle altre istituzioni finanziarie abilitate ad accedere alle sue operazioni di finanziamento. Per effetto delle rigidità che contraddistinguono il meccanismo di aggiustamento dei prezzi, in realtà, la Banca centrale è però in grado di controllare anche il tasso di interesse *reale* a breve termine.⁴¹ Inoltre, l'esistenza di una serie di opportunità di arbitraggio permette alla Banca centrale di influenzare i tassi di interesse a breve termine sui mercati monetari e sul mercato interbancario. Di riflesso, la Banca centrale è quindi nella condizione di incidere sul livello del tasso di interesse praticato alla clientela delle banche, perché queste ultime applicano un *mark-up* al costo di reperimento della base monetaria in base ai loro margini di tolleranza al rischio di credito e alla capacità di assorbimento delle perdite definita dalla dimensione del loro patrimonio netto.

Infine, la Banca centrale è in grado di influenzare anche l'intera struttura a scadenza dei tassi di interesse e, in particolare, il livello del tasso di interesse a lungo termine, il tasso, cioè, che più direttamente incide sulla spesa per beni di investimento. Il tasso a lungo termine può infatti essere considerato come una media del tasso a breve corrente e dei tassi a breve attesi per l'intera durata di un titolo, alla quale deve essere aggiunto un premio per il rischio legato alla lunghezza della scadenza del titolo stesso. Perciò, quando il pubblico non si attende variazioni future del tasso a breve fissato dalla Banca centrale, salvo un premio per il rischio, l'equilibrio sul mercato dei titoli a lungo termine si determina in corrispondenza del tasso sui titoli a breve termine.

Ma la relazione tra i rendimenti dei titoli a breve e dei titoli a lunga scadenza non è necessariamente univoca.⁴² Ad esempio, è possibile che una manovra monetaria restrittiva caratterizzata dall'aumento dei tassi di interesse a breve termine venga interpretata in modi diametralmente opposti. Da un lato, si può ipotizzare di essere

⁴¹ “[...] temporary nominal price rigidities play a critical role. With nominal rigidities present, by varying the nominal rate, monetary policy can effectively change the short-term real rate. Through this classic mechanism it gains leverage over the near term course of the real economy.” (Clarida, Galí e Gertler (1999), p. 1668)

⁴² “[...] long-term interest rates are influenced by an average of current and expected future short-term rates, so the outcome depends upon the direction and the extent of the impact of the official rate change on the expectations of the future path of interest rates.” (Bank of England (1999), p. 4)

di fronte a una stretta monetaria con durata indefinita, ossia a un aumento anche dei tassi a breve futuri. In questo caso, il pubblico domanderà titoli a lunga scadenza solo se il tasso di interesse a lungo termine è più alto di quello a breve. Se, viceversa, gli agenti economici si aspettano una futura riduzione dei tassi a breve, la relazione tra i tassi a breve e i tassi a lungo termine sarà negativa, perché il pubblico mostrerà interesse all'acquisto dei titoli a lungo termine anche in corrispondenza di un tasso di interesse più basso di quello corrente sui titoli a breve termine. Ad ogni modo, se la Banca centrale persegue il controllo dei tassi di interesse a breve termine attraverso una politica monetaria intelligibile, secondo i 'nuovi keynesiani', essa è in grado di influenzare stabilmente anche i tassi di interesse a lungo termine.⁴³

Prima dello scoppio della Grande recessione il *mainstream* macroeconomico quindi conveniva sul fatto che, una volta definite le condizioni di accesso al credito in base alla politica decisa dalle autorità monetarie, i dettagli della intermediazione finanziaria fossero sostanzialmente irrilevanti:

Monetary policy increasingly focused on the use of one instrument, the policy interest rate, that is, the short-term interest rate that the central bank can directly control through appropriate open-market operations. Behind this choice were two assumptions. The first was that the real effects of monetary policy took place through interest rates and asset prices, not through any direct effect of monetary aggregates [...]. The second assumption was that all interest rates and asset prices were linked through arbitrage. So that long rates were given by proper weighted averages of risk-adjusted future short rates, and asset prices by fundamentals, the risk-adjusted present discounted value of payments on the asset. Under these two assumptions, one needs only to affect current and future expected short rates: all other rates and prices follow. And one can do this by using, implicitly or explicitly, a transparent, predictable rule [...] giving the policy rate as a function of the current economic environment. [...] Under these two assumptions also the details of financial intermediation are largely irrelevant.⁴⁴

Gli economisti della 'nuova' sintesi neoclassica hanno messo in dubbio la capacità delle autorità monetarie di controllare il livello del reddito e dell'occupazione attraverso la manovra del tasso di interesse reale soltanto con riferimento a una versione riveduta e corretta della nozione di 'trappola della liquidità' originariamente sviluppata da Keynes.

Come sappiamo, nei modelli della 'vecchia' sintesi neoclassica, era prevista la possibilità che, in corrispondenza di un livello del tasso di interesse reale superiore al livello positivo coerente con la piena occupazione, la preferenza per la liquidità degli

⁴³ Per maggiori dettagli sul processo di governo dell'intera gamma dei tassi di interesse che caratterizzano il sistema finanziario, si vedano Bank of England (1999), BCE (2000a, 2011), Apel (2003), Pifferi e Porta (2003), Ryan-Collins *et alia* (2012) e Carlin e Soskice (2015), capitoli 5, 7 e 13.

⁴⁴ Blanchard, Dell'Arriccia e Mauro (2010), p. 5.

agenti economici diventasse assoluta, impedendo così che, attraverso l'aumento della quantità di moneta, le autorità monetarie potessero ridurre il tasso di interesse reale sino al raggiungimento del suo livello 'opportuno' (Capitolo 9, paragrafo 1.).

Ma come abbiamo visto poco sopra, quando la Banca centrale controlla direttamente il tasso di interesse reale, la posizione e la forma della curva di domanda di moneta sono irrilevanti. Tuttavia, può accadere che, anche quando la Banca centrale porta il livello del tasso di interesse nominale a zero, raggiungendo cioè il cosiddetto *Zero Lower Bound (ZLB)*, ciò non sia sufficiente per ripristinare l'equilibrio di piena occupazione.

Se il tasso di interesse nominale è nullo e il livello del reddito continua a trovarsi al di sotto del suo livello 'naturale', la diminuzione del tasso di inflazione implica un aumento del tasso di interesse reale. L'aumento del tasso di interesse reale retroagisce negativamente sul livello della domanda aggregata causando una ulteriore diminuzione del reddito rispetto al suo livello 'naturale' e, quindi, una ulteriore diminuzione del tasso di inflazione e un ulteriore aumento del tasso di interesse reale, sino a quando il sistema entra in una vera e propria trappola da deflazione (*deflation trap*). La Banca centrale non può ovviare a questo problema fissando un tasso di interesse nominale negativo, perché, in corrispondenza dello ZLB, nessun agente economico è più disposto a rinunciare ai suoi saldi monetari oziosi. Come nel caso della 'trappola della liquidità' di Keynes, la preferenza per la liquidità diventa cioè assoluta.

Nonostante il precedente della Grande depressione e la lunga deflazione sperimentata in Giappone dall'inizio degli anni '90, gli economisti della 'nuova' sintesi neoclassica considerano però questa nuova versione della 'trappola della liquidità' alla stregua di un mero caso di scuola che si può verificare soltanto in caso di errori imputabili alla condotta della politica monetaria:

There was an increasing consensus that inflation should not only be stable, but very low (most central banks chose a target around 2 percent). This led to a discussion of the implications of low inflation for the probability of falling into a liquidity trap: corresponding to lower average inflation is a lower average nominal rate, and given the zero bound on the nominal rate, a smaller feasible decrease in the interest rate – thus less room for expansionary monetary policy in case of an adverse shock. The danger of a low inflation rate was thought, however, to be small. [...] The liquidity traps of the Great Depression, combining significant deflation and low nominal rates, were seen as belonging to history, a reflection of policy errors that could now be avoided. The Japanese experience of the 1990s, with deflation, zero interest rates, and a continuing slump, stood more uneasily in the way. But it was largely dismissed as reflecting the inability or unwillingness of the Japanese central bank to commit to [...] future inflation, coupled with slow progress on other fronts.⁴⁵

⁴⁵ *Ibidem*, p. 4.

2.3.2. La derivazione della regola ottimale di politica monetaria

Dato l'insieme delle preferenze delle autorità monetarie, quando l'economia viene colpita da uno shock dal lato della domanda aggregata o dal lato dell'offerta aggregata, la regola di politica monetaria consente di definire il sentiero ottimale lungo il quale la Banca centrale può ricondurre il sistema verso l'obiettivo di inflazione fissato in corrispondenza del reddito 'naturale' di pieno impiego.

Le preferenze della Banca centrale sono modellate in base a una 'funzione di perdita sociale', ovvero in base a una funzione che misura i costi derivanti dallo scostamento delle variabili obiettivo dai loro livelli considerati ottimali. Partendo dal lavoro empirico di John Taylor (1993) sulle preferenze della *Federal Reserve* statunitense, le variabili obiettivo prese in considerazione da Carlin e Soskice sono i valori correnti del reddito e del tasso di inflazione. Pertanto, essi misurano la perdita sociale complessiva come somma dei quadrati degli scostamenti dei valori correnti del reddito e del tasso di inflazione dai loro livelli considerati ottimali, dati, rispettivamente, dal reddito 'naturale' e dall'obiettivo di inflazione della Banca centrale:

$$L = (y_t - y_e)^2 + \beta(\pi_t - \pi^T)^2.$$

La forma quadratica della funzione di perdita segnala che le autorità monetarie attribuiscono un costo più che proporzionale a deviazioni progressive della produzione e dell'inflazione dai loro valori desiderati, e che i costi associati a tali deviazioni vengono considerati in modo simmetrico.

Il parametro β , invece, serve ad assegnare pesi differenti alle perdite derivanti dal mancato raggiungimento dei due obiettivi. Con $\beta > 1$, la Banca centrale attribuisce un peso maggiore agli scostamenti dall'obiettivo di inflazione considerato ottimale rispetto agli scostamenti dal livello di produzione 'naturale'. Il contrario avviene quando $\beta < 1$, mentre con $\beta = 1$ gli scostamenti pesano in modo uguale.

Partendo dalla funzione di perdita sociale è possibile tracciare delle curve di indifferenza, indicando i valori del reddito sull'asse delle ascisse e quelli del tasso di inflazione sull'asse delle ordinate (figura 31).

Con $\beta = 1$, ogni curva di indifferenza assume la forma di un cerchio il cui centro è individuato dalla coppia di valori (y_e, π^T) . La perdita associata a ciascuna curva di indifferenza diminuisce al diminuire della dimensione dei cerchi, sino ad annullarsi nel punto A, quando $(y_t = y_e)$ e $(\pi_t = \pi^T)$.⁴⁶

⁴⁶ La forma delle curve di indifferenza varia al variare del valore assegnato al coefficiente β : "With $\beta = 1$, the central bank is indifferent between inflation 1% above (or below) π^T and output 1% below (or above) y_e . They are on the same loss circle. Only when $\beta = 1$, do we have indifference circles. If $\beta > 1$, the central bank is indifferent between (say) inflation above 1% above (or below) π^T and output 2% above (or below) y_e . They are on the same loss circle. This makes the indifference

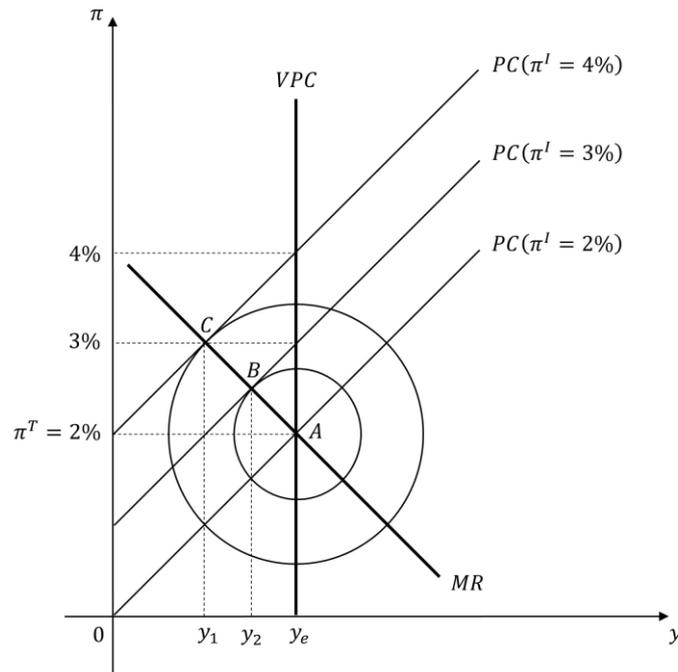


Figura 31 – La derivazione grafica della regola di politica monetaria (la curva *MR*)
(Fonte: Carlin e Soskice (2006), p. 145)

La Banca centrale minimizza la perdita sociale (massimizza la propria utilità) sotto il vincolo delle possibili combinazioni dei livelli del reddito e del tasso di inflazione indicate dalla curva di Phillips. Nella figura 31, le curve di Phillips hanno una pendenza a 45° , perché sono state tracciate sotto l'ipotesi che $\alpha = 1$. Se $\pi_{t-1} = \pi^I = \pi^T = 2\%$, la posizione della curva di Phillips è tale che le autorità monetarie si trovano nella condizione di poter raggiungere il punto in cui la perdita sociale è nulla (punto *A*). Qualora, invece, il tasso di inflazione osservato nel periodo precedente fosse maggiore dell'obiettivo di inflazione perseguito dalla Banca centrale, il raggiungimento del punto *A* sarebbe precluso. In questo caso, la combinazione ottima di produzione e di inflazione raggiungibile dalle autorità monetarie corrisponde al punto di tangenza tra la curva di Phillips e la curva di indifferenza più vicina al punto in cui la perdita sociale è nulla.

Nella figura 31, la curva *MR* (*monetary rule*) indica l'insieme di tutte le combinazioni ottimali dei livelli del reddito e del tasso di inflazione che la Banca centrale può raggiungere, date le infinite curve di Phillips che possono essere

curves ellipsoid [...]. A central bank with less aversion to inflation ($\beta < 1$) will have ellipsoid indifference curves with a vertical rather than a horizontal orientation [...]. In that case, the indifference curves are steep reflecting that the central bank is only willing to trade off a given fall in inflation for a smaller fall in output than in the other two cases. If the central bank cares only about inflation then $\beta = \infty$ and the loss ellipses become one dimensional along the line at $\pi = \pi^T$." (Carlin e Soskice (2006), p. 143)

tracciate sul piano. Graficamente, la curva MR si ottiene congiungendo tutti i punti di tangenza tra le curve di Phillips e le curve di indifferenza derivate dalla funzione di perdita sociale della Banca centrale.

Partendo dalla funzione di perdita sociale della Banca centrale, è inoltre possibile ottenere una espressione analitica della curva MR . Sostituendo l'equazione della curva di Phillips ($\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha(y_t - y_e)$) nella funzione di perdita sociale della Banca centrale, possiamo riscrivere quest'ultima nel modo seguente:

$$L = (y_t - y_e)^2 + \beta[(\pi_{t-1} + \alpha(y_t - y_e)) - \pi^T]^2.$$

Per minimizzare la perdita sociale, differenziamo la funzione di perdita rispetto a y_t e la poniamo uguale a zero:

$$\begin{aligned} \frac{\partial L}{\partial y_t} &= 2(y_t - y_e) + 2\alpha\beta[\pi_{t-1} + \alpha(y_t - y_e) - \pi^T] = 0 \\ &= (y_t - y_e) + \alpha\beta[\pi_{t-1} + \alpha(y_t - y_e) - \pi^T] = 0. \end{aligned}$$

Poiché:

$$\begin{aligned} \pi_{t-1} &= \pi_t - \alpha(y_t - y_e), \\ \Rightarrow \frac{\partial L}{\partial y_t} &= (y_t - y_e) + \alpha\beta[\pi_t - \alpha(y_t - y_e) + \alpha(y_t - y_e) - \pi^T] = 0, \end{aligned}$$

ovvero

$$(y_t - y_e) + \alpha\beta(\pi_t - \pi^T) = 0.$$

Da quest'ultima equazione ricaviamo quindi la seguente espressione per la curva MR :

$$(y_t - y_e) = -\alpha\beta(\pi_t - \pi^T).$$

In caso di shock dal lato della domanda aggregata o dal lato dell'offerta aggregata, di periodo in periodo, la Banca centrale usa la relazione descritta dalla curva MR per accertare la distanza del tasso di inflazione dal suo valore obiettivo e per scegliere il livello del reddito corrente (e quindi l'*output gap*) che consente di ricondurre il sistema verso il punto in cui la perdita sociale è nulla. Successivamente, facendo riferimento alla curva IS , essa determina il tasso di interesse reale che permette di raggiungere il livello di reddito ottimale individuato sulla curva MR .

La regola di politica monetaria ottimale può anche essere espressa direttamente sotto forma di una *regola di tasso di interesse*, una regola, cioè, che, dato lo stato corrente in cui si trova il sistema economico, indica alla Banca centrale il livello del tasso di interesse reale necessario ai fini del raggiungimento dei suoi obiettivi. In altri termini, partendo dalle tre equazioni che caratterizzano la versione semplificata del modello del nuovo 'consenso' macroeconomico elaborata da Carlin e Soskice, è

possibile derivare una *regola di Taylor ottimale* per la condotta della politica monetaria. Riportiamo le equazioni della *IS*, della curva di Phillips e della curva *MR* qui di seguito:

$$1) y_t - y_e = -a(r_{t-1} - r_s) \quad (\text{curva } IS \text{ riferita all'output gap})$$

$$2) \pi_t = \pi_{t-1} + \alpha(y_t - y_e) \quad (\text{curva di Phillips})$$

$$3) (y_t - y_e) = -\alpha\beta(\pi_t - \pi^T) \quad (\text{curva } MR)$$

Sostituendo l'espressione della curva di Phillips nella espressione della curva *MR* otteniamo:

$$\pi_{t-1} + \alpha(y_t - y_e) - \pi^T = -\frac{1}{\alpha\beta}(y_t - y_e),$$

ovvero

$$\pi_{t-1} - \pi^T = -\left(\alpha + \frac{1}{\alpha\beta}\right)(y_t - y_e).$$

Se ora sostituiamo l'espressione della curva *IS* riferita all'*output gap* in quest'ultima equazione possiamo scrivere:

$$\pi_{t-1} - \pi^T = a\left(\alpha + \frac{1}{\alpha\beta}\right)(r_{t-1} - r_s),$$

e, quindi,

$$r_{t-1} - r_s = \frac{1}{a\left(\alpha + \frac{1}{\alpha\beta}\right)}(\pi_{t-1} - \pi^T).$$

Infine, ponendo, per semplicità, $a = \alpha = \beta = 1$,⁴⁷ otteniamo la seguente espressione della *regola di Taylor ottimale*:

$$r_{t-1} - r_s = 0,5(\pi_{t-1} - \pi^T),$$

o, equivalentemente,

$$r_{t-1} = r_s + 0,5(\pi_{t-1} - \pi^T).$$

Questa *regola di Taylor ottimale* ricorda la *norma wickselliana* per la condotta della politica monetaria (Capitolo 7, paragrafo 4).⁴⁸ Infatti, quando il tasso di inflazione è

⁴⁷ In pratica, in questo modo si assume che la curva *IS* sia inclinata negativamente a 45°, e che la curva *WS*, che determina la pendenza della curva di Phillips, sia invece inclinata positivamente a 45%. Inoltre, poiché con $\beta = 1$ la Banca centrale esprime uguale avversione per gli scostamenti del tasso di inflazione e della produzione dai loro valori obiettivo, anche la curva *MR*, come nella figura 31, è inclinata negativamente a 45°.

⁴⁸ "As the empirical instability of money demand functions contributed to the demise of Friedman's monetarism [...] [m]onetary aggregates were substituted by interest rates as the monetary

uguale all'obiettivo di inflazione stabilito dalle autorità monetarie, il reddito è uguale al suo livello 'naturale' e, quindi, non vi sono pressioni al rialzo o al ribasso del tasso di inflazione. Ma se, per qualche ragione, il reddito sale al di sopra, o scende al di sotto, del suo livello 'naturale', l'inflazione tenderà a crescere o a diminuire. In questi casi, le autorità monetarie sono chiamate ad aumentare o a diminuire il tasso di interesse reale attraverso la manovra del tasso di interesse nominale a breve termine in modo da ripristinare l'equilibrio sul mercato dei beni e da riportare il livello del tasso di inflazione in linea con il valore dell'obiettivo prefissato.

Non a caso, in uno dei più importanti testi per lo sviluppo dei modelli DSGE di ultima generazione, quello di Michael Woodford del 2003, che, sin dal suo titolo, fa esplicito riferimento all'opera di Knut Wicksell, le tre equazioni costitutive del modello macroeconomico della 'nuova' sintesi neoclassica vengono inserite nell'ambito di un quadro analitico 'neo-wickselliano':

The New Neoclassical Synthesis that Michael Woodford puts forward in his *Interest and Prices* (2003) is primarily a synthesis of New Classical and New Keynesian ideas. Yet Woodford presents it as an encompassing approach that goes much further back in time to integrate the *pre*-Keynesian macroeconomics of Knut Wicksell and his followers. Starting with the title, the book contains many references to *Geldzins und Güterpreise* (1898), Wicksell's landmark contribution to monetary theory which was translated as *Interest and Prices* in 1936. Woodford relates his concept of a "monetary policy without money" to Wicksell's concept of the pure credit system and to Wicksell's proposal to eliminate inflation by adjusting nominal interest rates to changes in the price level – an idea that has much in common with modern policy rules *à la* Taylor. He presents the core model of the new synthesis (in shorthand: IS + AS + Taylor rule) as a "neo-Wicksellian framework" that serves to analyze the dynamics of interest-rate gaps and output gaps [...].⁴⁹

Nei prossimi due paragrafi esaminiamo più da vicino le modalità attraverso le quali le autorità monetarie contemporanee governano il processo di convergenza verso i valori obiettivo del tasso di inflazione e del reddito, quando l'equilibrio 'naturale' di medio periodo del modello della 'nuova' sintesi neoclassica viene disturbato da shock dal lato della domanda o da quello dell'offerta aggregata.

instrument of choice, with monetary policy subject to a quantitative inflation target. As the real equilibrium rate is unobservable, as in the case of Wicksell, evidence that the policy and market rates were deviating from the natural rate would be given by the change in inflation. The policy response was then to increase or decrease policy rates accordingly, to address the problem. This Wicksellian approach, at the centre of the inflation targeting theory, can also be found in optimal rules extracted from new-Keynesian macro models as well as in the Taylor-type monetary policy rule in which the intercept is set at the real equilibrium interest rate level." (Constâncio (2016), p. 3)

⁴⁹ Boianovsky e Trautwein (2006), p. 171. Per un approfondito esame sulle similitudini e le differenze tra il modello di Wicksell e il modello macroeconomico della 'nuova' sintesi neoclassica, si veda il numero del mese di giugno del 2006 del *Journal of the History of Economic Thought*.

2.3.3. L'aggiustamento nel caso di uno shock alla domanda aggregata

La figura 32 riporta le dinamiche messe in moto da uno shock positivo di carattere permanente alla domanda aggregata.⁵⁰

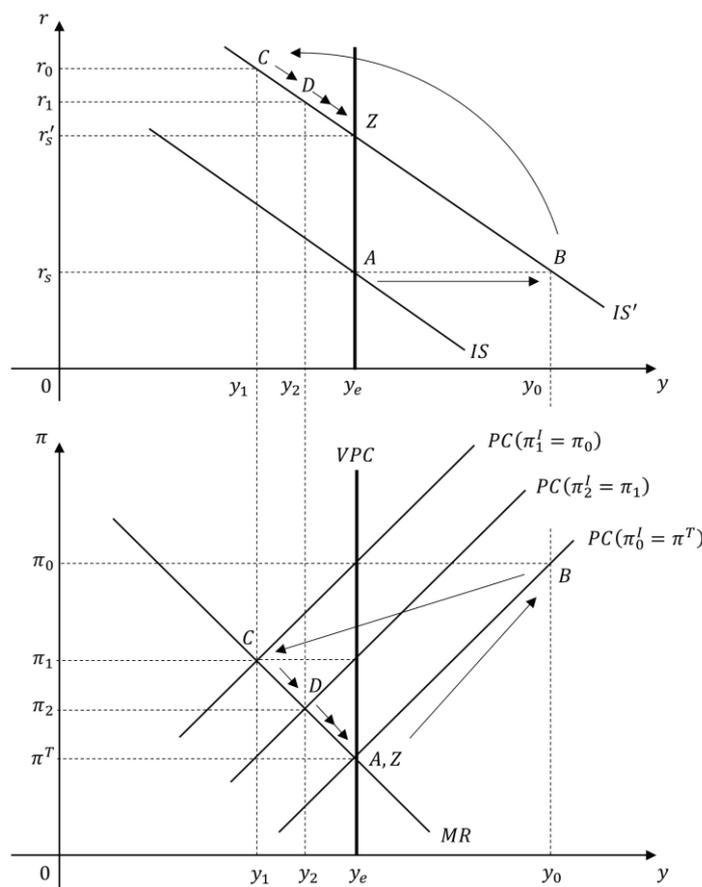


Figura 32 – Il processo di aggiustamento nel modello macroeconomico del ‘consenso’ nel caso di uno shock positivo permanente alla domanda aggregata
(Fonte: Carlin e Soskice (2015), p. 101)

Assumiamo che, all’inizio del periodo 0, l’economia si trovi nella condizione di equilibrio ‘naturale’ di breve periodo ($y = y_e$), e che il tasso di inflazione sia costante in corrispondenza dell’obiettivo fissato dalle autorità monetarie ($\pi = \pi^T$) (punto A). Lo shock positivo permanente alla domanda aggregata si manifesta attraverso uno spostamento, anch’esso permanente, della curva IS verso destra. L’economia, dunque, si muove dal punto A al punto B e, come si può leggere sulla curva di Phillips $PC(\pi_0^I = \pi^T)$, sia il livello del reddito ($y_0 > y_e$) che quello del tasso

⁵⁰ Carlin e Soskice (2015, pp. 67, 90-92, 173-176) portano l’esempio di un generico boom degli investimenti o dei consumi, senza però specificarne le determinanti sottostanti.

di inflazione ($\pi_0 > \pi^T$) ora superano i valori obiettivo determinati dalle autorità monetarie. Il punto B però non si trova sulla curva MR . Inoltre, la Banca centrale deve considerare che, a causa dell'aumento dell'inflazione, nel periodo 1 la curva di Phillips si sarà spostata verso l'alto, raggiungendo la posizione $PC(\pi_1^I = \pi_0)$.

La combinazione ottimale del livello del reddito e del livello di inflazione raggiungibile nel periodo 1 è data dalla intersezione tra la nuova curva di Phillips e la curva MR (punto C). Confrontando il punto sulla IS' cui corrisponde il livello di reddito ottimale ottenibile nel periodo 1 (y_1), la Banca centrale è in grado di determinare l'aumento del tasso di interesse reale ($r_0 > r_s$) richiesto per dare avvio al processo di aggiustamento destinato a ricondurre il sistema nella sua posizione di equilibrio 'naturale'. Poiché la variazione del tasso di interesse produce i suoi effetti soltanto con un periodo di ritardo, alla fine del periodo 0 l'economia è caratterizzata da un livello di inflazione pari a π_0 e da un livello del reddito pari a y_0 .

Durante il periodo 1, l'aumento del tasso di interesse da r_s a r_0 determina una caduta della spesa per beni di investimento. Pertanto, l'economia si muove dal punto B al punto C , ove il livello del reddito è inferiore al suo livello 'naturale' determinato dall'equilibrio sul mercato del lavoro ($y_1 < y_e$) e l'inflazione è scesa da π_0 a π_1 . Noto il nuovo livello di inflazione, la Banca centrale valuta la posizione che verrà assunta dalla curva di Phillips nel periodo 2 ($PC(\pi_2^I = \pi_1)$) e realizza che, in tale periodo, la combinazione ottimale del livello del reddito e del livello di inflazione è data dal punto D sulla curva MR . Essa, quindi, determina il livello del tasso di interesse corrispondente al livello di reddito ottimale ottenibile nel periodo 2 (y_2) facendo riferimento alla curva IS' . Anche in questo caso, la variazione del tasso di interesse (da r_0 a r_1) produrrà i suoi effetti soltanto nel periodo successivo. Di conseguenza, alla fine del periodo 1 l'economia è caratterizzata da un livello di inflazione pari a π_1 e da un livello del reddito pari a y_1 .

Nel secondo periodo, la riduzione del tasso di interesse incoraggia la spesa per beni di investimento. Pertanto, l'economia si muove dal punto C al punto D , in corrispondenza del quale viene registrato un aumento del livello del reddito (da y_1 a y_2) e una ulteriore discesa del tasso di inflazione (da π_1 a π_2). A questo punto, le dinamiche che hanno caratterizzato il periodo 1 si ripetono tali e quali nel periodo 2 e anche nei periodi successivi, sino a quando il sistema raggiunge il punto Z , ove i livelli del reddito (y_e) e dell'inflazione (π^T) sono ritornati ai livelli antecedenti lo shock alla domanda aggregata, ma il tasso di interesse reale 'naturale' ha subito un aumento, passando da r_s a r_s' .

L'esempio appena descritto mostra l'importanza delle capacità anticipatorie delle autorità monetarie. La Banca centrale, infatti, non è chiamata soltanto a valutare la posizione che verrà assunta dalla curva di Phillips per effetto degli eventi verificatisi nel periodo corrente, ma deve anche essere in grado di stimare se gli shock che

colpiscono l'economia nel periodo corrente sono di natura provvisoria o di natura permanente. Tornando all'esempio precedente, la Banca centrale deve cioè valutare con cura, se, nel periodo 0, lo spostamento della curva IS è avvenuto a seguito di uno shock soltanto provvisorio a una o più componenti della domanda aggregata, o se, invece, tale shock è destinato a produrre i suoi effetti per molti periodi successivi. Nel caso di uno shock soltanto temporaneo, nel periodo 1 la curva IS tornerebbe nella sua posizione originaria. Di conseguenza, l'aumento del tasso di interesse necessario al conseguimento del livello di reddito ottimale (y_1) sarebbe minore. Inoltre, poiché il processo di aggiustamento si svolgerebbe lungo la curva IS originaria, alla fine, il valore del tasso di interesse reale 'naturale' (r_s) sarebbe uguale al valore assunto nella posizione di equilibrio iniziale individuata dal punto A .

2.3.4. L'aggiustamento nel caso di uno shock all'offerta aggregata

La figura 33 mostra la sequenza di eventi che caratterizza il modello macroeconomico della 'nuova' sintesi neoclassica quando mutano le condizioni strutturali che caratterizzano il lato dell'offerta aggregata. In particolare, possiamo pensare a una riforma della legislazione in materia sindacale che indebolisce la posizione dei sindacati, oppure a un pacchetto di *riforme strutturali* del mercato del lavoro come quello introdotto in Germania con le leggi Hartz all'epoca del cancellierato di Gerhard Schröder (Capitolo 3, paragrafo 4).⁵¹

Come nel caso dello shock alla domanda aggregata, assumiamo che, all'inizio del periodo 0, l'economia si trovi nella condizione di equilibrio 'naturale' di breve periodo ($y = y_e$), e che il tasso di inflazione sia costante in corrispondenza dell'obiettivo fissato dalle autorità monetarie ($\pi = \pi^T$) (punto A). A seguito delle riforme di flessibilizzazione del mercato del lavoro, la curva WS si sposta verso il basso. L'equilibrio 'naturale' di medio periodo cambia, perché aumenta il numero dei lavoratori potenzialmente impiegabili dalle imprese ($N'_e > N_e$) (figura 34).

Anche se il *potenziale* produttivo del sistema è aumentato, la domanda aggregata si trova a un livello inferiore, perché il tasso di interesse è troppo alto rispetto al valore che garantirebbe la nuova condizione di equilibrio sul mercato dei beni.

⁵¹ Carlin e Soskice (2015, pp. 71-72), riportano un caso simile verificatosi nei Paesi Bassi all'inizio degli anni '80 del secolo scorso: "An example of [...] a shock [causing a downward shift in the WS curve is represented by] the Dutch supply-side reforms of the 1980s. The Netherlands was seen as one of Europe's 'employment miracles'. In 1983, unemployment stood at 8,3%, whereas the average for the 1990-2008 period was 4,6%. The Dutch reforms included reduced unemployment benefit generosity, increased expenditure on active labour market policies to make workers more employable and closer coordination in the wage bargaining process."

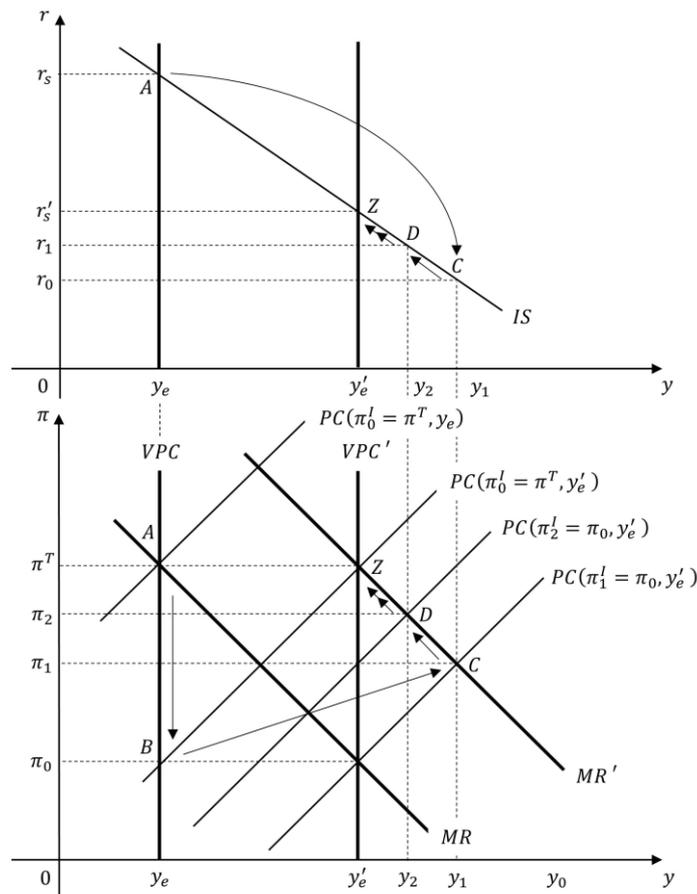


Figura 33 – Il processo di aggiustamento nel modello macroeconomico del ‘consenso’ nel caso di uno shock all’offerta aggregata (Fonte: Carlin e Soskice (2015), p. 106)

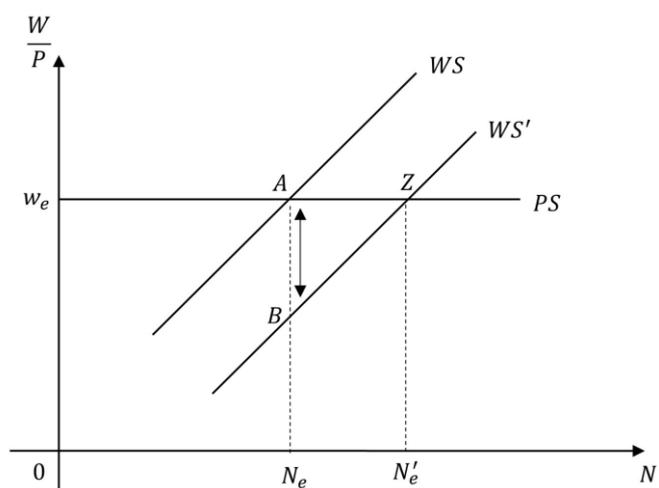


Figura 34 – Gli effetti di uno spostamento verso il basso della curva WS

Poiché il potere di mercato dei lavoratori è indebolito, essi non sono in grado di ottenere un aumento del salario nominale uguale all'inflazione registrata durante il periodo trascorso dall'ultima tornata di contrattazione collettiva (pari a π^T). Dopo la chiusura del contratto collettivo, le imprese prendono atto del minor tasso di crescita del salario nominale e aumentano i loro prezzi in misura corrispondente. Il salario reale quindi non varia, restando fisso al livello w_e , e anche i livelli dell'occupazione e del reddito non subiscono variazioni. Tuttavia, il tasso inflazione scende da π^T a π_0 e, parallelamente, l'economia si muove dal punto *A* al punto *B* (figura 33).

Come sappiamo, in mancanza di un intervento correttivo delle autorità monetarie, l'esistenza di un *output gap* positivo o negativo (ovvero l'esistenza di un eccesso o di un difetto di domanda aggregata rispetto all'offerta aggregata) espone il sistema a un inarrestabile aumento dell'inflazione o a una spirale deflazionistica. Ma la Banca centrale comprende la natura permanente dello shock all'offerta aggregata derivante dalla riforma del mercato del lavoro. Essa quindi reagisce allo spostamento verso destra della curva di Phillips di lungo periodo, spostando verso destra anche la curva *MR*, la curva, cioè, che rappresenta l'insieme delle combinazioni ottimali dei livelli del reddito e del tasso di inflazione ottenibili, dato il sistema di preferenze espresso attraverso le caratteristiche della funzione di perdita sociale.⁵² La curva *MR* si sposta sino a quando non interseca la nuova curva di Phillips di lungo periodo (*VPC'*) nel punto in cui l'inflazione corrisponde all'obiettivo fissato dalle autorità monetarie (punto *Z*).

Preso atto della variazione del livello di inflazione, la Banca centrale tiene inoltre conto del fatto che, nel periodo 1, la curva di Phillips di breve periodo si sarà spostata da $PC(\pi_0^I = \pi^T, y_e)$ a $PC(\pi_1^I = \pi_0, y_e')$. Per avviare l'economia sul sentiero che conduce alla nuova condizione di equilibrio 'naturale' (y_e'), la Banca centrale deve quindi ridurre il tasso di interesse in modo tale ($r_0 < r_s$) che l'aumento della domanda aggregata induca le imprese ad aumentare la produzione sino al livello (y_1) corrispondente all'intersezione tra la curva *MR'* e la nuova curva di Phillips di breve periodo (punto *C*). Poiché la variazione del tasso di interesse produce i suoi effetti soltanto con un periodo di ritardo, alla fine del periodo 0 l'economia è caratterizzata da un livello di inflazione pari a π_0 e da un livello del reddito pari a y_e .

⁵² Sul piano analitico, la *MR* si sposta verso destra perché aumenta il valore della sua intercetta all'origine. Infatti, da $(y_t - y_e) = -\alpha\beta(\pi_t - \pi^T)$ si ottiene la seguente espressione alternativa della *MR* [$y_t = (\alpha\beta\pi^T + y_e) - \alpha\beta\pi_t$], che mette in evidenza la relazione tra il livello del tasso di inflazione e il livello ottimale del reddito che deve essere ottenuto dalle autorità monetarie per avviare il processo di aggiustamento che riconduce il sistema verso la sua posizione di equilibrio 'naturale' nel caso in cui π_t differisca da π^T . L'intercetta all'origine di questa versione alternativa della *MR* è ovviamente data da $(\alpha\beta\pi^T + y_e)$, e poiché $y_e' > y_e$, la *MR* si sposta verso destra.

Per effetto dell'aumento della spesa per beni di investimento, nel periodo 1 l'economia si sposta dal punto B al punto C , ove $y_1 > y'_e$ e $\pi_1 > \pi_0$. L'aumento dell'inflazione provoca uno spostamento verso l'alto della curva di Phillips di breve periodo sino a quando essa raggiunge la posizione $PC(\pi_2^I = \pi_1, y'_e)$. Le autorità monetarie reagiscono aumentando il tasso di interesse ($r_1 > r_0$) per ottenere un livello del reddito (y_2) pari a quello corrispondente al punto D sulla curva MR' . Anche in questo caso, la variazione del tasso di interesse produce i suoi effetti soltanto nel periodo successivo. Di conseguenza, alla fine del periodo 1 l'economia è caratterizzata da un livello di inflazione pari a π_1 e da un livello del reddito pari a y_1 .

Nel periodo 2, l'aumento del tasso di interesse frena gli investimenti e l'attività produttiva delle imprese. Il sistema quindi si muove dal punto C al punto D , ove $y'_e < y_2 < y_1$ e $\pi_2 > \pi_1$. Nel periodo 2 e in quelli successivi, l'aumento del tasso di inflazione mette in moto dinamiche analoghe a quelle descritte con riferimento al periodo 1. Il processo di aggiustamento guidato dalle autorità monetarie termina quando il sistema raggiunge il punto Z dato dalla intersezione tra la curva di Phillips di breve periodo $PC(\pi_0^I = \pi^T, y'_e)$ e la curva MR' . Nella nuova posizione di equilibrio 'naturale', il reddito è pari a y'_e , l'inflazione è uguale all'obiettivo stabilito dalle autorità monetarie (π^T), mentre il livello del tasso di interesse reale 'naturale' è sceso da r_s a r'_s .

Nell'esempio appena illustrato, lo shock positivo all'offerta aggregata è consistito in uno spostamento verso il basso della curva WS , ma lo stesso risultato sarebbe stato prodotto da uno spostamento verso l'alto della curva PS . Per esempio, in conseguenza di guadagni di produttività dovuti al progresso tecnologico, oppure di misure *antitrust*, come quelle auspicate da Walter Eucken e dagli ordoliberali tedeschi negli anni '30 del secolo scorso e attualmente previste dalle norme che disciplinano la concorrenza nell'ambito dell'Unione europea (Capitolo 5, paragrafo 2.).

3. Conclusioni

A giudizio di Luigi Pasinetti, attribuendo la rilevanza del principio della domanda effettiva alla sola presenza di rigidità, frizioni e imperfezioni, gli economisti che hanno dato vita alla 'vecchia' sintesi neoclassica hanno trasformato il modello della *Teoria generale*, sviluppato da Keynes per descrivere i meccanismi di funzionamento di una società industriale, nella rappresentazione delle distorsioni che possono colpire una società più primitiva fondata sul baratto:

L'arricchimento fondamentale apportato da Keynes alla scienza economica è costituito dal principio della domanda effettiva [...]. [...] Il grave difetto della teoria economica pre-keynesiana fu proprio di dare per scontato che [la legge degli sbocchi di Say fosse sempre soddisfatta], lasciando agli oppositori il

compito di dimostrare il contrario; e così gettandoli nella confusione. (È qui che Keynes trovò una risposta brillante: suddividendo la domanda effettiva globale in due parti – il consumo, come frazione del reddito, e l'investimento, indipendente dal reddito – egli poté dimostrare che l'eguaglianza [tra offerta e domanda aggregata] poteva verificarsi solo per puro caso). [...] Val forse la pena di ricordare [...] che gran parte del pensiero economico pre-keynesiano non si riferisce affatto ad una società industriale, ma ad un tipo di società più primitivo, in cui esistono risorse (considerate come date) le quali vengono offerte sul mercato e nello stesso tempo costituiscono il potere di acquisto dei singoli individui. Nella loro versione estrema questi concetti vengono presentati mediante un «modello di puro scambio», espresso [...] da un sistema di equazioni simultanee (funzioni di offerta e funzioni di domanda), dal quale i prezzi emergono come la soluzione. [La] riformulazione [hicksiana] dell'analisi di Keynes mediante equazioni simultanee costituisce [...] il passo necessario per il recupero di tali concetti. Ciò che accade inevitabilmente è che, dietro la facciata formale di un sistema di equazioni simultanee, si opera una sostituzione di modelli interpretativi. Le caratteristiche tipiche di una società industriale vengono fatte recedere gradualmente, mentre, impercettibilmente, vengono inseriti i lineamenti caratteristici di una economia di «puro scambio», peraltro immaginaria. In tale contesto, non dovrebbe più sorprendere se ciò che Keynes afferma diviene più o meno irrilevante, o appaia soltanto come dovuto a «imperfezioni di mercato», a «rigidità» dei prezzi e del salario, o a «trappole della liquidità». Questa è infatti la distorsione di fondo in molta della letteratura «keynesiana»: ciò che Keynes sostiene con riferimento ad una società industriale viene reinterpretato con riferimento a qualcosa di molto diverso; cioè ad una società più primitiva, o talvolta persino ad una società mitica che non è mai esistita, dove il messaggio keynesiano non può avere significato, né rilevanza. Sfortunatamente, le conseguenze di ciò sono piuttosto serie. Ne deriva l'impressione, erronea e pericolosa, che tutti i problemi del nostro tempo scomparirebbero se solo le «rigidità» venissero eliminate.⁵³

D'altra parte, come sottolinea Joan Robinson (1971 [1972], p. 5), Keynes stesso ha fornito delle munizioni a coloro che ritenevano che dietro al modello della *Teoria generale* si celasse il mondo dell'equilibrio generale walrasiano:

[...] se le nostre autorità centrali di controllo riuscissero a stabilire un volume complessivo di produzione corrispondente per quanto possibile alla piena occupazione, la teoria classica si affermerà di nuovo da quel punto in avanti. [...] allora non vi è alcuna obiezione da opporre all'analisi classica del modo di in cui l'interesse individuale privato determinerà ciò che si produce in particolare, in quali proporzioni i fattori di produzione verranno combinati nella produzione e in che modo il valore del prodotto finale si distribuirà tra di essi. [...] È nel determinare il volume, non la direzione dell'occupazione effettiva, che il sistema attuale è mancato alla sua funzione.⁵⁴

⁵³ Pasinetti (1974) [1977], pp. 58-59, 66.

⁵⁴ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], pp. 572-573.

Quest'ultima citazione, tratta dal Capitolo 24 della *Teoria generale*, costituisce forse la testimonianza più chiara che, in essa, si possono “individuare linee di pensiero tra loro diverse e divergenti.”⁵⁵ Da un lato, infatti, nella *Teoria generale* la carenza di domanda aggregata determina l'esistenza di equilibri di sottoccupazione che rappresentano la norma e non l'eccezione. Come abbiamo visto nell'ottavo capitolo, per Keynes, la condizione di piena occupazione è soltanto uno dei possibili punti di equilibrio del sistema, e non il centro di gravità ‘classico’ facilmente raggiungibile attraverso un uso opportuno degli strumenti di politica monetaria e fiscale, verso il quale il sistema finirebbe comunque per convergere in virtù del funzionamento di meccanismi di aggiustamento automatici legati alla ritrovata flessibilità dei salari nominali e dei prezzi (gli *effetti Keynes e Pigou*). Inoltre, pur configurando l'esistenza di un tasso di interesse ‘opportuno’ corrispondente all'equilibrio di piena occupazione, Keynes prende espressamente le distanze dal concetto di tasso di interesse ‘naturale’ elaborato da Wicksell:

Non nutro più l'opinione che il concetto di un tasso «naturale» di interesse, che una volta mi sembrava un'idea molto promettente, sia molto utile o significativo nel contribuire alla nostra analisi.⁵⁶

Dall'altro lato, abbiamo però visto che, nel Capitolo 3 della *Teoria generale*, Keynes lega la validità del principio della domanda effettiva ai motivi per i quali il tasso di interesse non discende automaticamente al livello ‘ottimo’ o ‘opportuno’ corrispondente all'equilibrio di piena occupazione. Inoltre, pur negando che il suo modello di determinazione del reddito dipenda dal grado di flessibilità dei salari monetari, Keynes riconosce gli effetti potenzialmente equilibratori prodotti da una caduta dei salari e dei prezzi sul livello del tasso di interesse. Infine, come riportato poco sopra, Keynes afferma che, una volta raggiunta la condizione di piena occupazione dei fattori della produzione, il valore del prodotto finale si distribuisce tra di essi secondo le previsioni della teoria ‘classica’. Sebbene Keynes, formulando la teoria della preferenza per la liquidità, intendesse rompere con la teoria ‘classica’ del tasso di interesse (Capitolo 8, paragrafo 4.2.), questa sua affermazione implica che, in corrispondenza dell'equilibrio di piena occupazione, il tasso di interesse ‘opportuno’ finisca per coincidere con il tasso ‘naturale’ individuato da Wicksell, il tasso, cioè, che remunera il capitale fisico in funzione della sua produttività marginale.

È evidente che queste concessioni alla tradizione ‘classica’, fatte proprie dagli economisti di vecchia e di nuova generazione che hanno elaborato modelli macroeconomici diretti a realizzare una ‘sintesi’ tra il principio della domanda

⁵⁵ Minsky (1975) [2009], p. 6.

⁵⁶ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 433.

effettiva ed elementi di analisi tipicamente neoclassici, abbiano incoraggiato un deciso allontanamento dai contenuti rivoluzionari della *Teoria generale*.

Ma, al tempo stesso, non vi è dubbio che, per quanto una parte di studiosi considerasse il modello *IS – LM* come una versione ‘bastardizzata’ del pensiero di Keynes,⁵⁷ per effetto della rilevanza attribuita alle politiche macroeconomiche di gestione della domanda aggregata dirette al raggiungimento di un livello di occupazione considerato socialmente congruo, negli anni '60 del secolo scorso la maggioranza degli economisti pensasse che, nella contrapposizione con i monetaristi, esso fornisse una rappresentazione corretta del punto di vista ‘keynesiano’.

Con la ‘nuova’ sintesi neoclassica, ogni tenue legame con i contenuti della *Teoria generale* è però stato definitivamente rescisso. Per stessa ammissione di alcuni degli esponenti di maggior spicco della *Nuova macroeconomia keynesiana*, il modello del nuovo ‘consenso’ macroeconomico non dovrebbe portare l’etichetta di modello ‘keynesiano’. Gregory Mankiw e David Romer per esempio affermano che:

The new classical revolution of the 1970s left an indelible mark on the way macroeconomists of all stripes think about the economy, just as the Keynesian revolution of the 1930s did before it. New Keynesian economics is far different from old Keynesian economics – so different, in fact, that today the label “Keynesian” may generate more confusion than understanding. With new Keynesians looking so much like old classicals, perhaps we should conclude that the term “Keynesian” has out-lived its usefulness.⁵⁸ [...] Indeed, [...] much of new Keynesian economics could be called new monetarist economics.⁵⁹

Sia pure in base a più rigorosi criteri di microfondazione, come già nel modello della ‘vecchia’ sintesi neoclassica, anche nel modello del nuovo ‘consenso’ macroeconomico la validità del principio della domanda effettiva dipende dalla presenza di rigidità nominali legate alle forme istituzionali assunte dai mercati del lavoro e dei beni. Tuttavia, nel modello della ‘nuova’ sintesi neoclassica viene meno ogni riferimento alla curva di Phillips come *menu* di politica economica. Infatti, anche se le imperfezioni evidenziate dai ‘nuovi keynesiani’ sono di natura diversa da

⁵⁷ L’appellativo di ‘keynesiani bastardi’, con cui gli economisti che Alan Coddington (1976) ha definito ‘keynesiani fondamentalisti’ talvolta facevano riferimento agli esponenti della ‘vecchia’ sintesi neoclassica, si deve a una espressione coniata da Joan Robinson (1974).

⁵⁸ Mankiw (1991), p. 10.

⁵⁹ Mankiw e Romer (1991), p. 3. Similmente, Bradford De Long (2000, pp. 85, 92) sottolinea che: “[...] even as monetarism [...] was failing its empirical test, large elements of monetarism [...] were achieving their intellectual hegemony. [...] a look back at the intellectual battle lines between ‘Keynesians’ and ‘monetarists’ in the 1960s cannot help but be followed by the recognition that perhaps New Keynesian economics is misnamed. [...] the influence of monetarism on how we all think about macroeconomics today has been deep, pervasive and subtle.”

quelle di carattere informativo messe in luce dai monetaristi,⁶⁰ come per questi ultimi, anche per i ‘nuovi keynesiani’ il *trade-off* tra disoccupazione e inflazione è un fenomeno limitato soltanto al breve periodo. Di conseguenza, ogni velleità di utilizzare gli strumenti della politica macroeconomica per manovrare la domanda aggregata in modo da conseguire un livello di occupazione superiore a quello certificato dalle stime sul tasso di disoccupazione ‘naturale’ deve essere abbandonata.

Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, nel modello della ‘nuova’ sintesi neoclassica, nel medio periodo, i livelli del reddito e dell’occupazione sono determinati univocamente in funzione dei fattori strutturali che determinano la domanda e l’offerta sul mercato del lavoro. Le uniche politiche economiche supportate da una solida base teorica sono quindi quelle dirette a rimuovere le imperfezioni legate alle forme di mercato, in modo tale da dirigere il sistema verso l’equilibrio ‘naturale’ efficiente di concorrenza perfetta.

In mancanza di meccanismi di aggiustamento automatici, la politica di gestione della domanda aggregata, condotta attraverso la manovra del tasso di interesse nominale a breve termine, deve quindi essere diretta esclusivamente alla eliminazione di ogni influenza sul tasso di variazione dei prezzi prodotta dalle deviazioni dei livelli del reddito e dell’occupazione dai rispettivi livelli ‘naturali’.

In sostanza, nel modello della ‘nuova’ sintesi neoclassica, la politica economica serve per riprodurre le caratteristiche dell’equilibrio (macro)economico generale pre-keynesiano che, alla vigilia della Grande depressione, rappresentava il modo in cui l’ortodossia neoclassica concepiva il funzionamento di una economia di tipo capitalista (Capitolo 2, paragrafo 2.). Come paventava Pasinetti negli anni ’70 del secolo scorso, il progressivo allontanamento dai contenuti innovativi della *Teoria generale* ha infine prodotto la convinzione che, eliminando gli effetti di breve periodo causati dalle rigidità nominali e reali, ogni problema economico verrebbe risolto attraverso la convergenza del sistema verso una posizione di equilibrio di medio periodo che riflette i caratteri dell’economia di puro scambio di Walras, se non addirittura i tratti di una vera e propria economia-grano in cui:

- vale la legge di Say;
- l’investimento presuppone sempre la rinuncia al consumo di parte delle risorse reali prodotte;

⁶⁰ Mankiw e Romer (1991, p. 3) sottolineano come i ‘nuovi keynesiani’ abbiano elaborato una descrizione delle frizioni che, a seguito di variazioni della domanda aggregata, impediscono l’immediato aggiustamento dei prezzi e dei salari più efficace di quella fornita dai monetaristi: “An economist can be a monetarist by believing that fluctuations in the money supply are the primary source of fluctuations in aggregate demand and a new Keynesian by believing that microeconomic imperfections lead to macroeconomic price rigidities. Indeed, [...] monetarists believe that fluctuations in the money supply have real effects but often leave price rigidities unexplained [...]”

- l'equilibrio sul mercato del credito coincide con l'equilibrio sul mercato dei capitali;

Poco importa che, rispetto al mondo descritto dai monetaristi, nel modello del nuovo 'consenso' macroeconomico vengano meno i presupposti di validità della teoria quantitativa della moneta. Infatti, come abbiamo visto nel settimo capitolo (paragrafo 4.), grazie al contributo di Knut Wicksell, la considerazione dei meccanismi di produzione endogena della moneta, nell'ambito di una realtà contraddistinta dalla presenza di un sistema bancario evoluto, non implica affatto una modifica delle conclusioni sulle caratteristiche strutturali del sistema economico descritto dagli economisti neoclassici. Come nel mondo di Wicksell, anche nel mondo di medio periodo ipotizzato dalla 'nuova' sintesi neoclassica la natura dicotomica del sistema trova espressione nell'esistenza di un tasso di interesse 'naturale' ancorato alle dinamiche che interessano i fattori 'classici' della produttività e della parsimonia:

[...] un calo dell'importanza attribuita dalle famiglie ai consumi futuri in rapporto a quelli presenti [...] indurrà queste ultime ad anticipare i consumi riducendo i risparmi. In tale situazione, il tasso di interesse reale di equilibrio dovrà salire per fare in modo che - nell'insieme - i risparmi restino pari agli investimenti. [...] una più rapida crescita della produttività comporta rendimenti maggiori sugli investimenti fisici e, di conseguenza, stimola la domanda. Per generare risparmi sufficienti a soddisfare la domanda di investimenti, il tasso di interesse reale naturale deve salire.⁶¹

L'esplicita considerazione della presenza di un tasso di interesse reale 'naturale' che riflette la produttività 'fisica' del capitale impiegato nei processi produttivi, solleva però delle questioni in merito alla struttura logica del modello del nuovo 'consenso' macroeconomico.

Il modello di crescita di Solow, che, nell'ambito dell'impianto teorico definito dagli economisti della 'nuova' sintesi neoclassica caratterizza il funzionamento del sistema economico nel lungo periodo, accoglie il principio neoclassico secondo cui, attraverso l'investimento, il risparmio rappresenta la fonte dell'accumulazione di capitale fisico e della crescita economica. Il modello di Solow, infatti, presuppone che, di periodo in periodo, le risorse reali non consumate vengano veicolate verso le imprese che ne desiderano disporre a fini di investimento. Questo processo avviene sul mercato del credito, nel quadro di un modello di determinazione del reddito basato sulla legge di Say, che, come abbiamo visto poco sopra, nel mondo descritto dalla 'nuova' sintesi neoclassica però funziona limitatamente al medio periodo, quando i salari nominali e i prezzi sono perfettamente flessibili.

⁶¹ BCE (2004), p. 60.

Anche se soltanto per effetto delle rigidità nominali e reali, nel breve periodo, che, a giudizio di Olivier Blanchard, copre alcuni anni, per gli economisti della ‘nuova’ sintesi neoclassica l’economia invece funziona in base a un modello di determinazione del reddito del tutto diverso, caratterizzato dal principio della domanda effettiva e, quindi, dalla inversione della relazione causale tra i risparmi e gli investimenti.

Carlin e Soskice affermano che la compatibilità tra un modello di determinazione del reddito in cui vale il *paradosso della parsimonia* (Capitolo 8, paragrafo 3.4.) e il modello di crescita di Solow è assicurata dall’intervento della Banca centrale:

We can connect the Solow model to the 3-equation model in the following way. [...] assume there is an increase in the saving rate [...] [and] that the central bank understands both the paradox of thrift and the Solow model. The central bank will see that a new higher level of output is possible at a higher capital/labour ratio (from its understanding of the Solow model). However, from the paradox of thrift and 3-equation model, it knows it must reduce the interest rate in order to stimulate investment: this will both prevent output from declining as predicted by the paradox of thrift, and stimulate investment (and capital accumulation) to make use of the additional savings in the economy [...].⁶²

Il punto, però, è che, per quanto le autorità monetarie possano stimolare la spesa per beni di investimento attraverso una riduzione del tasso di interesse, se, nel breve periodo, il sistema funziona secondo il modello di determinazione del reddito sviluppato da Keynes nella *Teoria generale*, un aumento della propensione al risparmio non libera ulteriori risorse reali per la realizzazione di nuovi beni capitali. In un mondo in cui vale il principio della domanda effettiva, sono le decisioni di investimento che mettono in moto il processo di produzione delle risorse reali.

L’investimento è il fattore attivo e i risparmi sono il fattore passivo. Fu Keynes a sottolineare il fatto – che nessuno negava, ma che nessuno prima aveva utilizzato – che la causa più importante delle *variazioni* del risparmio sono le variazioni del reddito, specialmente nel breve periodo, quando una gran parte del reddito addizionale è risparmiata e una gran parte della riduzione del reddito è compensata da risparmio negativo. Questa immagine contrasta con quella classica, dove le decisioni di risparmiare degli individui si traducono direttamente o indirettamente in flussi sul mercato dei capitali e provocano un aumento della quantità di prestiti per nuovi investimenti, con il risultato che alla fine saranno costruite più case o più fabbriche. La teoria di Keynes dimostrò che questa è un’immagine falsa. L’immagine vera è che prima si costruiscono le fabbriche [...]; questa attività genera reddito addizionale e i redditi generano i risparmi addizionali che corrispondono alla spesa iniziale.le decisioni di spesa vengono prima e i risparmi vengono dopo. Questa è

⁶² Carlin e Soskice (2015), pp. 269-270.

l'essenza della teoria di Keynes, e non la teoria della preferenza per la liquidità.⁶³

Negli anni che ipoteticamente separano il sistema dal raggiungimento del suo stato di equilibrio 'naturale' di medio periodo, nel modello della 'nuova' sintesi neoclassica il processo di accumulazione di beni capitali non può quindi avvenire in base ai meccanismi automatici di funzionamento del mercato del credito previsti dalla tradizione neoclassica, perché, nel breve periodo, un mercato in cui le quantità domandate e offerte abbiano per oggetto risorse reali precedentemente prodotte e risparmiate semplicemente non può esistere. Di conseguenza, nel modello di breve periodo considerato dagli economisti del *mainstream* macroeconomico contemporaneo, variazioni della propensione al risparmio o della propensione a investire non possono produrre alcun effetto sul tasso di interesse 'naturale'.

Infatti, per i 'nuovi keynesiani', il tasso di interesse reale 'naturale' che, di periodo in periodo, entra nella *regola di Taylor ottimale* fa riferimento a una situazione di medio periodo considerata meramente fittizia, in cui i salari nominali e i prezzi sono completamente flessibili:

[...] recently, the natural rate of interest has reemerged to take a central role in theories of output and inflation determination in the literature on dynamic general equilibrium New Keynesian models. [...] New Keynesian models can be distinguished by the presence of sticky prices, in what is otherwise largely a real business cycle model. The natural rate is defined to be the equilibrium real interest rate that would obtain in a fictitious replica of the economy in which nominal adjustment is complete.⁶⁴

I 'nuovi keynesiani', come già Wicksell ai suoi tempi, quindi sottolineano l'inosservabilità del tasso di interesse reale 'naturale', proponendo di stimarlo in vari modi, in particolare facendo riferimento alla stima del tasso di crescita del reddito potenziale desumibile in base alle previsioni del modello di crescita di Solow:

As the real equilibrium rate is unobservable, as in the case of Wicksell [...] we need to have some empirical idea about [this] concept [...]. There exist, however, many different methods to try to estimate this unobservable rate. One approach can be based on the existing medium- to long-term market interest rates, assuming that the markets are influenced by the concept of a long-term equilibrium real rate. [...] [Given] [t]he connection with the productivity of capital in production in physical terms [...] [another] way of thinking about the equilibrium rate that has inspired some of the methods

⁶³ Kaldor (1986), pp. 79-80.

⁶⁴ D'Amato (2005), p. 3. Per maggiori dettagli sulla nozione del tasso di interesse reale 'naturale' utilizzata nel modello neo-wickselliano del 'consenso', oltre a D'Amato (2005), si vedano Weber (2006), Florio, Lossani e Nardozi (2012) e Constâncio (2016).

used, is to connect it with the growth rate of potential output [...] summarised by the Solow growth model.⁶⁵

Ma le considerazioni precedenti, e la dichiarata natura fittizia dell'equilibrio 'naturale' di medio periodo caratterizzato dalla perfetta flessibilità dei salari nominali e dei prezzi,⁶⁶ legittimano il dubbio che tale condizione di equilibrio, in realtà, non esista. Rimproverando Keynes per le sue concessioni all'ortodossia 'classica' nella *Teoria generale*, Nicholas Kaldor a questo proposito osserva che:

[...] the sharp distinction made by Keynes between a "full employment" situation where real income is confined by resource-endowment, and an unemployment situation where it is limited by effective demand [does not hold] [...] [e]xcept in a purely short-term sense [...]. At any one time, there is, or there may be, a maximum potential output [...] resulting from past history which has determined the existing network of institutions and organisations, the different kinds of plant and equipment available and their geographical distribution, as well as the distribution of the available labour in all the different areas and their educational endowments and skills. [...] But if we take an inclusive view, neither labour nor capital can limit either the level, or the rate of growth, of production over a longer period.⁶⁷ [...] the postulate of a clearly determined maximum output given by full employment and a "natural" growth potential given exogenously by the rate of increase in the supply of labour and capital and by the rate of technical progress is illegitimate. [...] the development of an industrial system is largely self-generated, where, owing to a powerful feed-back mechanism, events of the recent past can only be explained in terms of the actual sequence through which the system has progressed; history enters into the causation of events in an essential way.⁶⁸

In mancanza di un centro di gravità determinato univocamente dal lato dell'offerta aggregata, la crescita delle economie di mercato assume allora i contorni di un processo in continuo divenire, definito da una concatenazione di equilibri di breve periodo:

[...] the essence of macrodynamic analysis is to begin with the short run, and to understand the long run as a historical (path dependent) sequence of these short-run outcomes. [...] the long run is understood to be an *ongoing process* [...] rather than a *predefined position* towards which the economy inevitably 'tends'.⁶⁹

⁶⁵ Constâncio (2016), pp. 2-3, 7.

⁶⁶ "Al pari del prodotto potenziale [...] il tasso di interesse reale naturale [...] [p]uò soltanto essere stimato sulla base di ipotesi specifiche, con risultati che dipendono in modo cruciale da queste ultime." (BCE (2004), p. 59)

⁶⁷ Kaldor (1972), p. 1251.

⁶⁸ Kaldor (1982b) [1989], pp. 77, 86.

⁶⁹ Setterfield (2002), pp. 4-5.

Tuttavia, in un celebre discorso formulato a pochi anni dallo scoppio della Grande recessione, Ben Bernanke ha affermato che il periodo della Grande moderazione, il ventennio, cioè, che ha preso avvio verso la metà degli anni '80 del secolo scorso, e che, in confronto agli anni '70, è stato caratterizzato dalla drastica riduzione della volatilità dei tassi di crescita del reddito e del tasso di inflazione, fugava ogni dubbio circa i decisivi progressi compiuti dalla 'scienza' economica, sia sul piano positivo che su quello normativo, dalla fine degli anni '60 del secolo scorso:

The combination of output optimism and inflation pessimism during the latter part of the 1960s and the 1970s was a recipe for high volatility in output and inflation [...]. Notably, the belief in a long-run tradeoff between output and inflation, together with an unrealistically low assessment of the sustainable rate of unemployment, resulted in high inflation but did not deliver the expected payoff in terms of higher output and employment. Moreover, the Fed's periodic attempts to rein in surging inflation led to a pattern of "go-stop" policies, in which swings in policy from ease to tightness contributed to a highly volatile real economy as well as a highly variable inflation rate. Wage-price controls, invoked in the belief that monetary policy was ineffective against cost-push forces, also ultimately proved destabilizing. [...] Estimates of the Taylor rule for the late 1960s and the 1970s reflect the output optimism and inflation pessimism of the period [...]. [...] an insufficiently strong response to inflation let inflation and inflation expectations get out of control [...]. At the same time, strong responses to what we understand in retrospect to have been over-optimistic estimates of the output gap created additional instability. As output optimism and inflation pessimism both waned under the force of the data, policy responses became more appropriate and the economy more stable. In this sense, improvements in policymakers' understanding of the economy and the role of monetary policy allowed the economy to move closer to [...] [its] efficient frontier [...].⁷⁰

Tali erano da considerarsi questi progressi, che secondo l'autorevole parere di Robert Lucas, espresso nel 2003 durante il suo discorso di indirizzo presidenziale alla *American Economic Association*, era ormai tempo di festeggiare la soluzione dei problemi associati al ciclo economico che, a causa della Grande depressione, avevano portato alla nascita della macroeconomia:

Macroeconomics was born as a distinct field in the 1940s, as a part of the intellectual response to the Great Depression. The term then referred to the body of knowledge and expertise that we hoped would prevent the recurrence of that economic disaster. My thesis in this lecture is that macroeconomics in

⁷⁰ Bernanke (2004), pp. 5-6.

this original sense has succeeded: its central problem of depression prevention has been solved for all practical purpose.⁷¹

Ma, giunta all'apice del suo successo, proprio come la 'vecchia' sintesi dei 'keynesiani bastardi', anche la 'nuova' sintesi neoclassica ha dovuto fare i conti con una profonda crisi economica, la più grave dai tempi della Grande depressione.

La 'stagflazione' degli anni '70 ha posto fine all'illusione che politiche di *fine-tuning* della domanda aggregata, basate prevalentemente sull'uso degli strumenti della politica fiscale, possano assicurare il meccanico raggiungimento del livello di occupazione considerato socialmente congruo dalle autorità di governo. Lo scoppio della Grande recessione, invece, ha svelato la natura ingannevole della presunzione che politiche di *ultra fine-tuning* della spesa aggregata, volte a garantire la stabilità del tasso di inflazione attraverso la manovra dei tassi di interesse ufficiali controllati dalle autorità monetarie, rappresentino la chiave per ridurre al minimo le fluttuazioni cicliche dei livelli del reddito e dell'occupazione.

⁷¹ Lucas (2003), p. 1. In una intervista rilasciata a Snowden e Vane (2005, pp. 272-293), Lucas afferma che l'importanza del messaggio della *Teoria generale* è di natura ideologica, perché ha consentito di difendere le democrazie liberali dall'influenza del comunismo sovietico. Ma richiesto di un giudizio sulla rilevanza teorica dell'opera più nota di Keynes, Lucas lapidariamente risponde che si tratta di un libro che gli studenti di macroeconomia non dovrebbero nemmeno più leggere: "[...] Keynes is an extremely important figure in twentieth-century history, but I think his major influence was ideological. The Depression followed soon after the Russian revolution, and there was a lot of idealism about socialism as a way of resolving economic problems, especially as the Soviet Union had no depression. [...] The message of the *General Theory*, in which he emphasized the seriousness of depressions, is that they can be solved within the context of a liberal democracy without having to resort to centralized planning. That was a highly important message which certainly sustained defenders of democracies in countries like yours and mine that maintained it. It helped to organize the entire world after the war and was the flag around which liberal democracies rallied. The *General Theory* was an unusually important book in that sense. Maybe more important than economic theory. But that seems to be a different question from that of the influence of Keynes's theoretical ideas on the way we practice economics, which I think is now very slight. *Should students of macroeconomics still read the General Theory?* No."

PARTE QUARTA

**Cicli finanziari e crisi economiche:
le interpretazioni dell'ortodossia macroeconomica
contemporanea e dell'eterodossia 'austriaca'**

CAPITOLO 11

Il ruolo delle banche e della finanza nel modello del *mainstream* macroeconomico contemporaneo

1. Crisi bancarie e bolle speculative

Nel 2008-2009, la Grande recessione che ha colpito l'economia mondiale, e che, nell'Eurozona, ha continuato a produrre i suoi effetti depressivi anche negli anni successivi, sembrava saltare fuori dal nulla. Infatti, una crisi economica globale scatenata dallo scoppio di una gigantesca bolla immobiliare negli Stati Uniti, e dalla conseguente paralisi del settore bancario e finanziario delle maggiori economie avanzate, non trovava alcuna spiegazione nell'ambito di un modello macroeconomico, quello della 'nuova' sintesi neoclassica, in cui la moneta, il credito bancario, la finanza e le bolle speculative non svolgono alcun ruolo ai fini della spiegazione delle fluttuazioni del reddito e dell'occupazione.

Eppure, come sottolineano Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff, "le crisi bancarie hanno colpito per lungo tempo tanto i paesi ricchi quanto quelli poveri", e il loro superamento "si è dimostrato sinora illusorio."¹ Con riferimento al periodo 1900-2008, la figura 35 offre una vivida testimonianza a supporto di questa affermazione.²

Come si può notare, per circa venticinque anni, dall'inizio degli anni '50 fin verso la metà degli anni '70 del secolo scorso, le economie dei paesi avanzati e quelle dei paesi emergenti e in via di sviluppo hanno conosciuto un periodo di anomala stabilità finanziaria, caratterizzato dalla assoluta assenza di crisi bancarie. A giudizio di Reinhart e Rogoff, "[t]ale calma può essere spiegata [...] con la repressione dei mercati finanziari nazionali (di intensità variabile) e con il pesante uso di controlli dei capitali, protrattosi per molti anni dopo la Seconda guerra mondiale."³

¹ Reinhart e Rogoff (2009) [2010], p. 163. Reinhart e Rogoff distinguono tra dissesti finanziari-bancari di tipo più moderato e crisi bancarie sistemiche, intendendosi con quest'ultimo termine un "panico bancario che porta alla chiusura, alla fusione o all'acquisizione da parte del settore pubblico di uno o più istituti finanziari" (*Ibidem*, pp. 36-38). Per Reinhart e Rogoff la nozione di 'panico bancario' deve essere intesa in senso lato. Infatti: "In generale, gli episodi di panico bancario non sono altro che un importante esempio della fragilità dei debitori, pubblici e privati, che operano con una leva finanziaria molto alta [...]. L'implosione del sistema finanziario statunitense nel 2007-08 è stata causata proprio dal fatto che molte imprese finanziarie operanti al di fuori del tradizionale settore bancario regolamentato hanno finanziato i loro investimenti illiquidi con prestiti a breve termine. Nei sistemi finanziari moderni non sono solo le banche a essere esposte al rischio di crisi di fiducia, ma anche altri tipi di istituzioni finanziarie che detengono portafogli finanziari con una leva molto alta e indebitamento a breve termine." (*Ibidem*, p. 167)

² Il campione utilizzato da Reinhart e Rogoff comprende sessantasei paesi che, nell'anno di riferimento, godevano dello status di indipendenza. Per maggiori dettagli sulla composizione del campione, si veda Reinhart e Rogoff (2009) [2010], pp. 70-73.

³ *Ibidem*, p. 223.

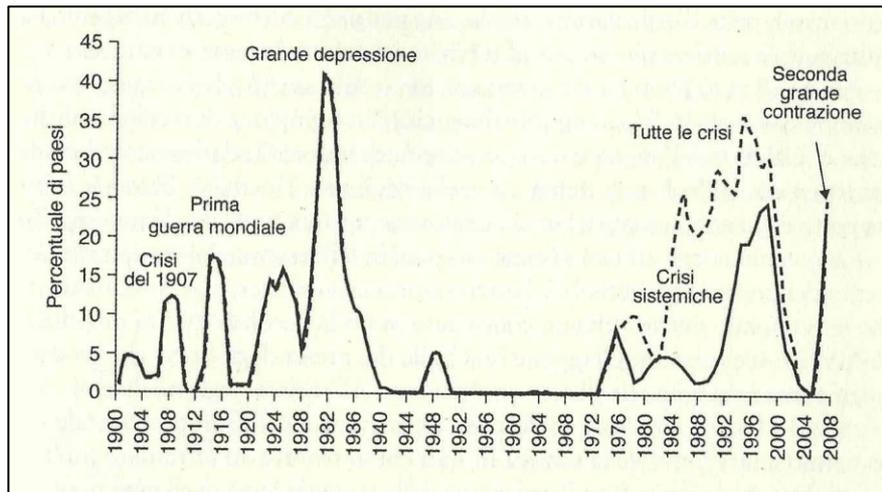


Figura 35 – Percentuale di paesi investiti da crisi bancarie sistemiche e non sistemiche ponderata in base alle rispettive quote sul reddito mondiale, 1900- 2008 (Fonte: Reinhart e Rogoff (2009) [2010], p. 223)

Ma nei primi anni '70, il crollo del sistema monetario internazionale ideato a Bretton Woods nel 1944 e un prolungato periodo di stagflazione coincisero con la riaffermazione di una visione strettamente liberista del funzionamento delle economie di mercato che ha condotto a una rinnovata enfasi sulla necessità di liberalizzare i movimenti di capitale e a un crescente permissivismo nelle politiche di regolamentazione dei mercati finanziari. Con la rimozione delle barriere alla mobilità dei capitali e con la deregolamentazione finanziaria hanno però fatto la loro ricomparsa anche le crisi bancarie.

A dare il 'la' all'impressionante sequenza di questo tipo di crisi nell'ultimo quarto del ventesimo secolo fu la Gran Bretagna nel 1974, seguita a ruota dalla Germania e dalla Spagna nel 1977. Nei primi anni '80, un collasso dei prezzi internazionali delle materie prime, abbinato all'elevato livello e alla volatilità dei tassi di interesse statunitensi, portò all'esplosione delle crisi bancarie e del debito sovrano di molti paesi dell'America Latina e dell'Africa. Nel 1984 ebbe inizio la serie di dissesti che interessò le Casse di Risparmio (*Savings and Loan Associations*) statunitensi. Tra la fine degli anni '80 e l'inizio degli anni '90 furono i paesi scandinavi a essere investiti da alcune delle crisi bancarie più severe tra quelle sperimentate dalle economie dei paesi industrializzati dopo la seconda guerra mondiale. Nel 1992 il Giappone inaugurò due lustri di deflazione e stagnazione a seguito di una crisi bancaria legata allo scoppio di una bolla immobiliare e di una bolla sul mercato dei titoli azionari. A metà degli anni '90 fu di nuovo il turno dell'America Latina con la crisi messicana e quella argentina del biennio 1994-95, cui fecero seguito la gravissima crisi asiatica del 1997-98 e la crisi russa del 1998. Questo nuovo ciclo di crisi bancarie nei paesi in via

di sviluppo o di recente industrializzazione si chiuse in Argentina nel 2001 e in Uruguay nel 2002⁴.

Come si evince dall'elenco precedente, la crisi finanziaria scoppiata nell'estate del 2007 con il crollo del mercato dei mutui *subprime* negli Stati Uniti non costituisce una rarità. Tuttavia, essa si distingue da tutte le altre che l'hanno preceduta nel secondo dopoguerra per essere la prima crisi finanziaria autenticamente globale dopo la Grande depressione degli anni '30 del secolo scorso. Nella figura 35, infatti, la crisi del 2007-2008 deriva dallo scoppio congiunto di crisi bancarie in Austria, Belgio, Germania, Ungheria, Giappone, Olanda, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti. Reinhart e Rogoff inoltre sottolineano che la figura 35 non rispecchia per intero la misura della crisi finanziaria che ha innescato la Grande recessione, perché l'Irlanda e l'Islanda, entrambe colpite da una devastante crisi bancaria sistemica, non facevano parte del campione dei paesi presi in considerazione.

Le analogie tra gli eventi che hanno anticipato lo scoppio della Grande recessione e quelli che, invece, hanno preceduto la Grande depressione sono numerose. Infatti, entrambe le più importanti crisi economico-finanziarie dell'epoca moderna sono state originate negli Stati Uniti e, prima di trasformarsi in un fenomeno globale, sono state precedute da un boom creditizio che ha permesso il finanziamento non solo dell'acquisto di nuovi beni capitali, ma, anche e soprattutto, il finanziamento dell'acquisto di beni di consumo durevoli, di immobili di nuova realizzazione e di titoli azionari di nuova emissione, o del loro trasferimento da precedenti possessori.

L'importanza della distinzione tra le possibili destinazioni del credito bancario è stata sottolineata da Adair Turner con riferimento agli sviluppi, simili a quelli osservati negli Stati Uniti, registrati in Gran Bretagna prima dello scoppio della Grande recessione:

Textbook descriptions of banks usually assume that they lend money to businesses to finance new capital investment. Explanations of why financial deepening is valuable focus almost entirely on the beneficial impact of better credit flow to businesses and entrepreneurs. But in most modern banking systems most credit does not finance new capital investment. Instead, it funds the purchase of assets that already exist and, above all, existing real estate. [...] the increasing importance of real estate and of lending against it has huge implications for financial and macroeconomic instability. Different categories of credit perform different economic functions and have different consequences. Only when credit is used to finance useful new capital investment does it generate the additional income flows required to make the debt certainly sustainable. [...] [Consider] the breakdown of bank lending in the United Kingdom in 2012. Residential mortgages accounted for 65% and unsecured consumer loans for 7%. Of loans to companies, the majority funded commercial real estate development or investment. These figures cannot be

⁴ *Ibidem*, pp. 223-224.

mapped precisely to the division among finance for investment, consumption, and existing assets. Residential mortgages can finance increased consumption as well as house purchase, and the houses purchased can be existing or newly built; commercial real estate lending finances a mix of investment in existing properties and new developments. But it is clear that credit to finance investment in non real estate assets accounts for no more than 14% of the UK total, and the same broad pattern is found across the advanced economies and increasingly in emerging ones.⁵

Per un confronto tra i periodi precedenti la Grande recessione e la Grande depressione, si consideri, per esempio, la seguente descrizione degli avvenimenti occorsi negli Stati Uniti negli anni '20 del secolo scorso:

The 1920s was a decade of expansion, reflecting recovery from World War I, new information and communications technologies like radio, and new processes like motor vehicle production using assembly-line methods. Accounts of the 'twenties in the United States [...] emphasize the ready availability of credit, reflecting the ample gold reserves accumulated by the country during World War I, the stance of the Federal Reserve policies, and financial innovations ranging from the development of the modern investment trust to consumer credit tied to purchase of durable goods like automobiles. Credit fueled a real estate boom in 1925, a Wall Street boom in 1928-9, and a consumer durables spending spree spanning the second half of the 1920s. [...] Absent overt signs of inflation, the Fed had no reason to raise the official short-term rate. Eventually, however, the Fed [...] grew increasingly restive over what they perceived as speculative excesses in financial markets [...]. This concern with the effects of asset-price inflation on the economy led them finally to tighten. Banks passed along the higher cost of additional reserves to their borrowers [...]. By this time, positions – stock market positions in particular – were highly leveraged; as a result, borrowers experienced severe financial strain when credit tightened, leading them to compress their spending, and consumption and investment turned down.⁶

A giudizio di Eichengreen e Mitchener, l'esperienza storica suggerisce quindi l'esistenza di uno schema ricorrente che dà conto del ruolo svolto dal sistema creditizio e finanziario nelle dinamiche cicliche che caratterizzano le moderne economie di tipo capitalista:

A capsule account of the role of credit in macroeconomic cycles [...] would go something like this. There is first an upswing in economic activity. As the economy expands, banks and financial markets provide an expanding volume

⁵ Turner (2016), pp. 61-62.

⁶ Eichengreen e Mitchener (2003), pp. 3-4. Per un approfondito esame delle similitudini e delle differenze dei meccanismi di trasmissione che hanno trasformato le crisi bancarie e finanziarie originate negli Stati Uniti nella Grande depressione degli anni '30 e nella Grande recessione del 2008-2009, si vedano Eichengreen (2015) e Crafts e Fearon (2013b, 2013c).

of credit to finance the growth of both consumption and investment, particularly where regulation is lax and competition among bank and nonbank financial intermediaries is intense. Whether because the exchange rate is pegged or for other reasons such as a positive supply shock, upward pressure on wholesale and retail prices is subdued. Hence, the central bank has no obvious reason to tighten and stem the growth of money and credit, leading to a further expansion of output and further increase in credit. Higher property and securities prices encourage investment activity, especially in interest-sensitive activities like construction. But, as lending expands, increasingly risky investments are underwritten. The demand for risky investments rises with the supply, since, in the prevailing environment of stable prices, nominal interest rates and therefore yields on safe assets are low. In search of yield, investors dabble increasingly in risky investments. Their appetite for risk is stronger still to the extent that these trends coincide with the development of new technologies, in particular network technologies of promising but uncertain commercial potential. Eventually, all this construction and investment activity, together with the wealth effect on consumption, produces signs of inflationary pressure, causing the central bank to tighten. The financial bubble is pricked and, as asset prices decline, the economy is left with an overhang of ill-designed, non-viable investment projects, distressed banks, and heavily indebted households and firms, aggravating the subsequent downturn.⁷

Negli anni della cosiddetta Grande moderazione e in quelli successivi, a più riprese, gli economisti della *Banca dei regolamenti internazionali* (*Bank for International Settlements* – BIS) hanno sottolineato che un ambiente macroeconomico caratterizzato da bassa inflazione, di per sé, non è garanzia di stabilità finanziaria, e che, al contrario, l'apparente stabilità macroeconomica può nascondere l'esistenza di un ciclo finanziario che può sfociare in crisi bancarie che producono effetti disastrosi sui livelli del reddito e dell'occupazione:

Like a good novel, each phase in economic history has its villains, heroes and defining moments. Often, it is only with hindsight that we can identify them. There is little doubt now that the great villain during much of the postwar period has been inflation. The breakdown of Bretton Woods ushered in an unprecedented phase for the world economy. At no other time in modern history had the world seen prices of goods and services rising so fast for so long in so many countries. The heroes have been those central bankers that, after a protracted war, finally succeeded in restoring price stability. The defining moment, perhaps, was the end of the 1970s, when monetary policy in the leading economy of the globe, the United States, purposefully sought to break the enemy's back, thereby fostering a more favourable environment for similar battles elsewhere. At the same time, since the 1980s a new concern, financial instability, has risen to the top of national and international policy agendas. It is as if one villain had gradually left the stage only to be replaced by another. Episodes of financial instability with serious macroeconomic costs

⁷ Eichengreen e Mitchener (2003), pp. 1-2.

have occurred with greater frequency than in the past, in industrial and emerging markets alike. The costs of banking crises in terms of GDP forgone have been estimated to attain, not infrequently, double digits.⁸ [...] macroeconomics without the financial cycle is like Hamlet without the Prince. In the environment that has prevailed for at least three decades now, just as in the one that prevailed in the pre-WW2 years, it is simply not possible to understand business fluctuations and their policy challenges without understanding the financial cycle.⁹

In effetti, prima e dopo lo scoppio della Grande recessione, numerosi studi, patrocinati non soltanto dalla BIS, hanno cercato di documentare lo sviluppo del ciclo finanziario attraverso la dinamica in rapporto al Pil del credito bancario e di aggregati creditizi più ampi, comprendenti anche i prestiti erogati da istituzioni finanziarie operanti al di fuori del circuito bancario regolamentato.¹⁰

Tuttavia, a giudizio degli economisti della BIS, la dinamica degli aggregati creditizi non è sufficiente per cogliere le minacce alla stabilità del sistema finanziario. A quest'ultimo fine, occorre invece indagare la dinamica congiunta degli aggregati creditizi e di un indice rappresentativo dei prezzi delle attività patrimoniali, costruito in base all'andamento dei prezzi dei titoli azionari e dei prezzi degli immobili residenziali e commerciali.¹¹

Le figure 36a e 36b indicano i risultati di una indagine promossa dalla BIS, condotta con riferimento a un campione di sedici economie industrializzate. Come si può notare, se si astrae da alcune differenze che caratterizzano i paesi del campione considerato, in generale, nel periodo 1970-2000 si possono isolare due cicli finanziari ben definiti, e un terzo ciclo ancora in corso all'inizio del nuovo millennio. Il primo ciclo va dall'inizio alla metà degli anni '70, mentre quello successivo prende avvio all'incirca alla metà degli anni '80 e, a seconda dei paesi considerati, si conclude verso l'inizio o la metà degli anni '90.

⁸ Borio e White (2004), p. 1. Su questo punto si confronti anche Borio e Lowe (2002a).

⁹ Borio (2012), p. 1.

¹⁰ Si vedano, per esempio, Demigürç-Kunt e Detragiache (1997, 1998), Gourinchas, Valdes e Landerretche (2001), Hardy e Pazarbasioglu (1999), Hutchison e McDill (1999), Kaminsky (1999), Kaminsky e Reinhart (2000), Mendoza e Terrones (2008, 2012), Hume e Sentance (2009) e Schularick e Taylor (2012).

¹¹ "From a practical perspective the issue of interactions between various imbalances is particularly important. Rapid credit growth, by *itself*, may pose little threat to the stability of the financial system. The same could be said for rapid increases in asset prices or an investment boom. Rather, the historical narratives suggest that it is the *combination* of events, in particular the simultaneous occurrence of rapid credit growth, rapid increases in asset prices and, in some cases, high levels of investment – rather than any one of these alone – that increases the likelihood of problems." (Borio e Lowe (2002a), p. 11)

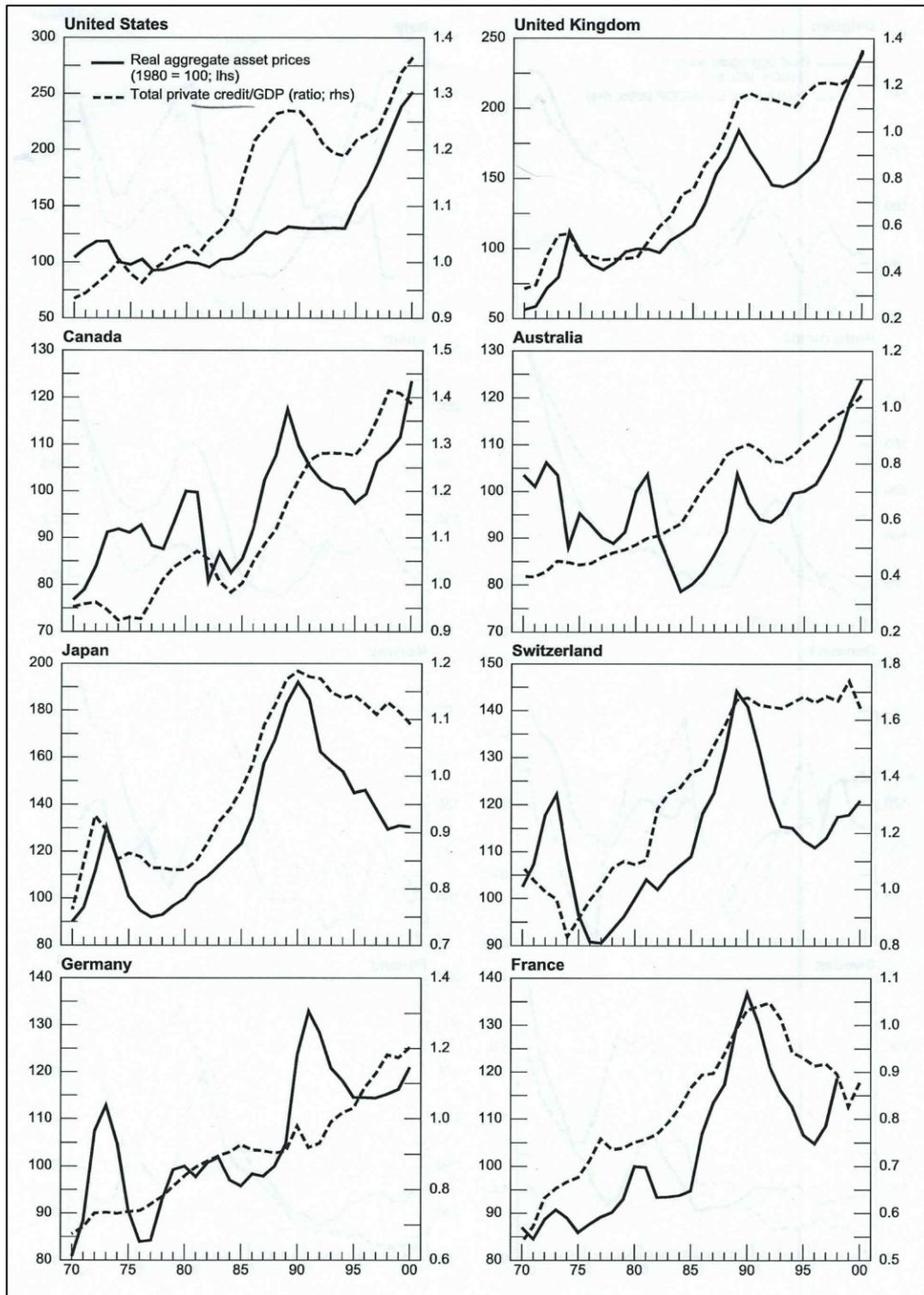


Figura 36a – La dinamica congiunta del credito bancario e del prezzo delle attività patrimoniali in un campione di economie industrializzate, 1970-2000
(Fonte: Borio e Lowe (2002a), p. 9)

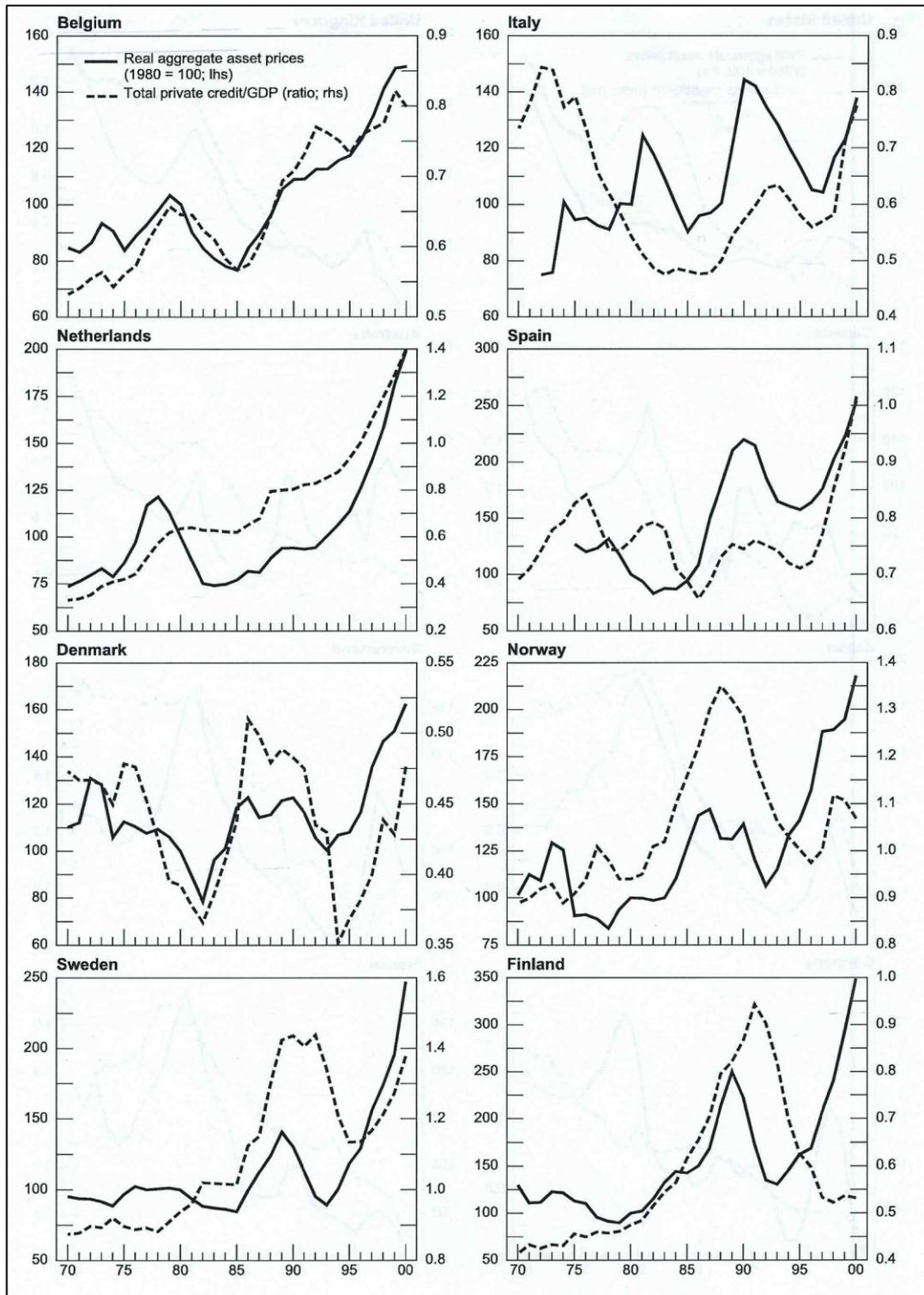


Figura 36b – La dinamica congiunta del credito bancario e del prezzo delle attività patrimoniali in un campione di economie industrializzate, 1970-2000
(Fonte: Borio e Lowe (2002a), p. 10)

La dinamica dell'indice dei prezzi delle attività patrimoniali (ponderato in base al peso dei prezzi dei titoli azionari e al peso dei prezzi degli immobili residenziali e commerciali sul valore totale del patrimonio del settore privato) mostra una significativa correlazione positiva con la dinamica del credito bancario in rapporto al Pil. Inoltre, l'andamento dei grafici segnala che, dall'inizio degli anni '70 all'inizio del nuovo millennio, l'ampiezza dei cicli finanziari è progressivamente cresciuta.

Dopo lo scoppio della Grande recessione, gli economisti della BIS hanno sviluppato una metodologia che consente di confrontare il ciclo finanziario con il normale ciclo economico, definito dalle fluttuazioni del Pil, attraverso un indicatore che tiene conto delle covariazioni tra le serie storiche del credito bancario e del solo prezzo degli immobili. L'andamento dei prezzi delle azioni, invece, non viene preso in considerazione, perché mostra una maggiore volatilità e una minore aderenza alla dinamica delle altre due serie storiche.¹² Sulla base di questa nuova metodologia di analisi, la figura 37 mostra l'andamento del ciclo economico e di quello finanziario negli Stati Uniti con riferimento al periodo 1970-2011:

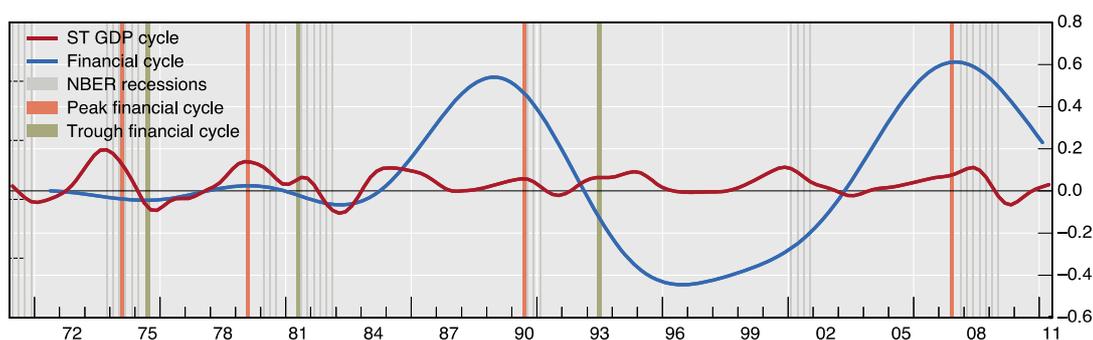


Figura 37 – Il ciclo finanziario e il ciclo economico negli Stati Uniti, 1970-2011
(Fonte: Drehmann, Borio e Tsatsaronis (2012), p. 3)

Sino agli inizi degli anni '80, negli Stati Uniti il ciclo finanziario ha avuto un andamento molto più smussato di quello osservato nel periodo successivo, quello contraddistinto da un regime politico-economico basato sulla liberalizzazione finanziaria e sul rigido controllo del tasso di inflazione.¹³ Inoltre, l'esempio degli Stati Uniti rivela che, tipicamente, la frequenza del ciclo finanziario è molto più

¹² Per maggiori dettagli metodologici, si vedano Drehmann, Borio e Tsatsaronis (2012) e Borio (2012).

¹³ "The lengths and amplitude of the financial cycle are no constants of nature, of course; they depend on the policy regimes in place. [...] Financial liberalisation weakens financing constraints, supporting the full self-reinforcing interplay between perception of value and risk, risk attitudes and funding conditions. A monetary regime narrowly focused on controlling near-term inflation removes the need to tighten policy when financial booms take hold against the backdrop of low and stable inflation." (Borio (2012), p. 6)

bassa di quella del tradizionale ciclo economico, e che i picchi del ciclo finanziario coincidono quasi sempre con lo scoppio delle crisi bancarie.

La figura 38, invece, dà conto dei cicli economici e finanziari che, tra il 1970 e il 2009, hanno caratterizzato le economie del Regno Unito, della Germania, della Svezia e del Giappone.

Come si può notare, il grafico relativo al Regno Unito somiglia fortemente a quello visto poco sopra con riferimento agli Stati Uniti. Viceversa, gli altri tre paesi considerati mostrano dinamiche dissimili.

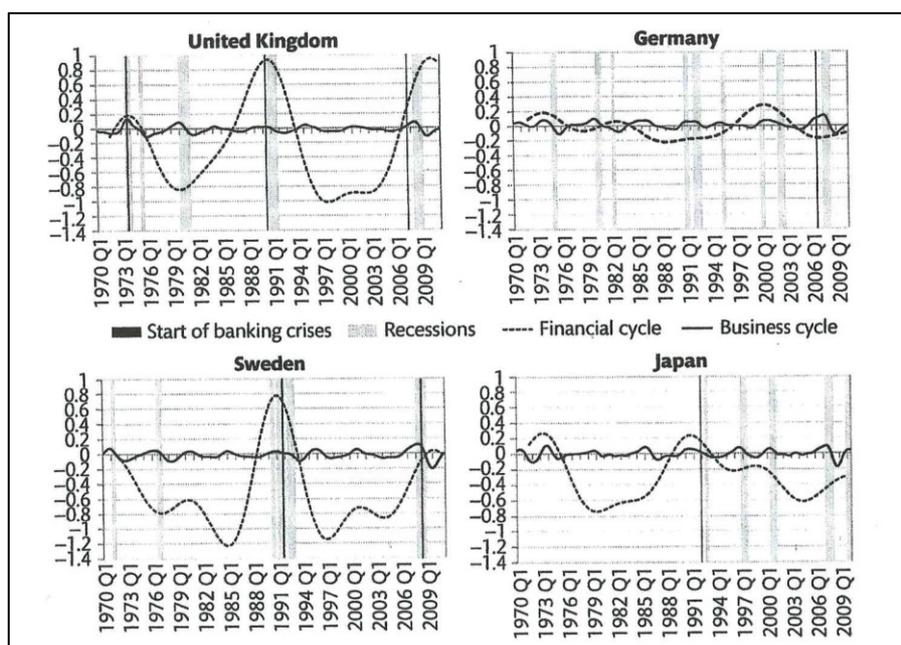


Figura 38 – Il ciclo finanziario e il ciclo economico nel Regno Unito, in Germania, in Svezia e in Giappone, 1970-2009 (Fonte: Carlin e Soskice (2015), p. 194)

Dopo l'inizio del nuovo millennio, né in Svezia né in Giappone la dinamica congiunta del credito bancario e del prezzo degli immobili è stata tale da superare il trend di lungo periodo. Entrambi i paesi hanno però sperimentato una profonda crisi bancaria tra la fine degli anni '80 e l'inizio degli anni '90 del secolo scorso.

In Germania, invece, nel periodo considerato, i cicli finanziari sono stati molto meno ampi di quelli osservati nel Regno Unito, in Giappone e in Svezia. Inoltre, la crisi finanziaria del 2008-2009 è esplosa in concomitanza con il punto più basso dell'ultimo ciclo finanziario. In buona misura, questa circostanza dipende dal fatto che, in Germania, la percentuale di case abitate dai proprietari è molto bassa. Infatti, nel 2004, in Germania, questa percentuale era pari ad appena il 41% (contro l'83,2% in Spagna, l'81,4% in Irlanda, il 73,2% in Grecia, il 71,7% in Belgio, il 70,7% nel

Regno Unito, il 69,6% in Svezia, il 55,4% in Olanda, il 54,8% in Francia e il 68,7% negli Stati Uniti).¹⁴

	Q1 1997 - Q2 2007	Q3 2007 - Q4 2012
Belgio	+72,2%	+2,6%
Germania	-14,9%	+10,3%
Irlanda	+179,5%	-51,0%
Grecia	+94,0%	-34,6%
Spagna	+133,7%	-38,9%
Francia	+114,8%	-3,3%
Italia	+56,3%	-16,7%
Olanda	+79,1%	-20,1%
Regno Unito	+154,9%	-24,1%
Stati Uniti	+65,7%	-34,6%

Tabella 2 – Variazioni percentuali del prezzo reale degli immobili residenziali in alcuni paesi dell'Eurozona, nel Regno Unito e negli Stati Uniti, Q1 1997 – Q4 2012
(Fonte: *The Economist house-price index*, disponibile online all'indirizzo <https://infographics.economist.com/2017/HPI/index.html>, consultato in data 15 ottobre 2017)

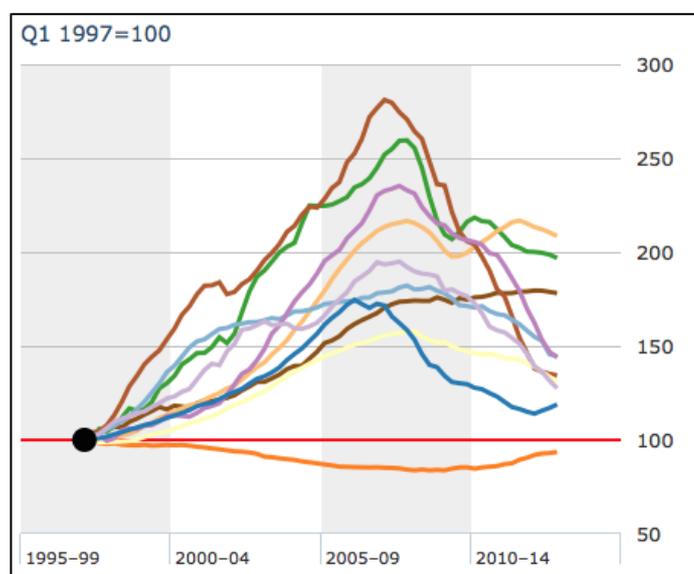


Figura 39 – Dinamica del prezzo reale degli immobili residenziali in alcuni paesi dell'Eurozona, nel Regno Unito e negli Stati Uniti, Q1 1997 – Q4 2012, periodo base Q1 1997
(Fonte: *The Economist house-price index*, disponibile online all'indirizzo <https://infographics.economist.com/2017/HPI/index.html>, consultato in data 15 ottobre 2017)

¹⁴ Andrews e Sánchez (2011), p. 212.

La crisi scoppiata nel sistema bancario tedesco nel 2007 è quindi stata soprattutto una crisi importata dagli Stati Uniti, dovuta alle imprudenti politiche di investimento nei titoli strutturati legati alla concessione di mutui *subprime*.

I dati della tabella 2 e la figura 39 peraltro mostrano che, nel periodo 1997-2007, l'impressionante aumento del prezzo degli immobili residenziali non ha interessato soltanto gli Stati Uniti, ma in misura ancora maggiore numerose economie europee. Infatti, mentre, nel periodo considerato, il prezzo in termini reali degli immobili residenziali è aumentato del 65,7% negli Stati Uniti, esso è invece più che raddoppiato in Irlanda (+179,5%), nel Regno Unito (+154,9%), in Spagna (+133,7%) e in Francia (+114,8%). Anche in Grecia (+94%), in Olanda (+79,1%) e in Belgio (+72,2%) il prezzo in termini reali degli immobili residenziali è cresciuto in misura maggiore che negli Stati Uniti. Nel caso italiano, invece, l'aumento, sia pure estremamente elevato, è rimasto al di sotto del 60%.

Nell'estate del 2005, la dinamica dei prezzi degli immobili residenziali ha spinto l'*Economist* a denunciare lo sviluppo della più grande bolla speculativa della storia:

Never before have real house prices risen so fast, for so long, in so many countries. [...] According to estimates [...] the total value of residential property in developed economies rose by more than \$30 trillion over the past five years, to over \$70 trillion, an increase equivalent to 100% of those countries' combined GDPs. Not only does this dwarf any previous house-price boom, it is larger than the global stockmarket bubble in the late 1990s (an increase over five years of 80% of GDP) or America's stockmarket bubble in the late 1920s (55% of GDP). In other words, it looks like the biggest bubble in history.¹⁵

Come è noto, la bolla è infine scoppiata in modo quasi sincronizzato tra la metà del 2006 e la metà del 2007. Se si astrae dal caso della Germania, in cui, tra la metà del 2007 e la fine del 2012, la dinamica del prezzo in termini reali degli immobili residenziali ha cambiato di segno rispetto al periodo 1997-2007 (da -14,9% a +10,3%), e dai casi del Belgio e della Francia, in cui il periodo dello sviluppo della bolla non è stato seguito da una brusca inversione di rotta (+2,6% e -3,3%, rispettivamente), in tutti gli altri paesi considerati nella tabella 2 e nella figura 39, tra

¹⁵ *The Economist*, 16 giugno 2005. Tra l'inizio del 1997 e la metà del 2005, incrementi molto sostenuti del prezzo in termini reali degli immobili residenziali sono stati osservati anche in Sud Africa (+115,7%), Australia (+80,2%), Nuova Zelanda (+56,4%), Canada (+31,1%) e Cina (+29,8%). Dall'inizio del 1990 alla metà del 1996, un ciclo fortemente espansivo del prezzo degli immobili residenziali era stato registrato anche a Singapore (+158,4%) e a Hong Kong (+67,8%), cui ha però fatto seguito una brusca caduta pari, rispettivamente, al 34,2% e al 34,9% tra l'inizio del 1997 e la metà del 2005. In Giappone e in Corea del Sud, infine, il prezzo degli immobili residenziali era in forte discesa già dall'inizio degli anni '90 (-35,8% e -45,3% tra l'inizio del 1990 e la metà del 2005) (dati presi online dall'indirizzo <https://infographics.economist.com/2017/HPI/index.html>, visitato il 15 ottobre 2017).

la metà del 2007 e la fine del 2012, il prezzo in termini reali degli immobili residenziali ha subito una forte contrazione (-51% in Irlanda, -38,9% in Spagna, -34,6% negli Stati Uniti e in Grecia, -24,1% nel Regno Unito, -20,1% in Olanda e -16,7% in Italia).

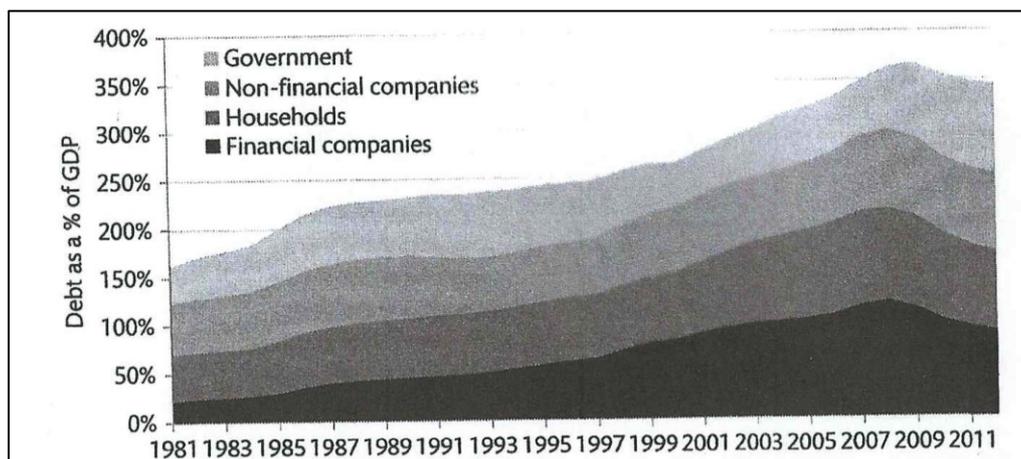


Figura 40 – Dinamica dell'indebitamento settoriale in rapporto al Pil negli Stati Uniti, 1981-2011
(Fonte: Carlin e Sokice (2015), p. 224)

	Famiglie	Imprese non finanziarie	Imprese finanziarie	Governo	Aumento totale del debito
Belgio	7	57	124	-26	162
Germania	-10	0	33	5	27
Irlanda	54	-13	612	-8	645
Grecia	32	13	41	4	90
Spagna	34	78	74	-24	162
Francia	15	20	113	5	152
Italia	17	23	22	-7	55
Olanda	32	-42	217	-12	195
Austria	7	68	72	-7	140
Portogallo	26	12	71	13	122
Finlandia	23	-77	70	-11	4
<i>Media Eurozona (11)</i>	21	12	132	-6	159
Danimarca	37	60	145	-26	216
Svezia	24	49	70	-10	133
Regno Unito	31	-34	367	1	365
<i>Media totale</i>	23	15	145	-7	176

Tabella 3 - Dinamica dell'indebitamento settoriale in rapporto al Pil nell'Unione europea a 15 (escluso il Lussemburgo), 2000-2007
(Fonte: Storm e Naastepad (2016), p. 49, elaborazioni su dati Eurostat e dati OCSE)

Sia negli Stati Uniti che in Europa lo sviluppo della bolla immobiliare è stato accompagnato dalla forte crescita dell'indebitamento del settore privato, e in particolare di quello del settore delle imprese finanziarie (figura 40 e tabella 3).

Negli Stati Uniti, il debito in rapporto al Pil delle famiglie è aumentato di 8 punti percentuali nel periodo 1988-1998 e di ben 30 punti percentuali tra il 1998 e il 2008. Negli stessi due periodi, il debito in rapporto al Pil del settore finanziario è invece cresciuto, rispettivamente, di 30 e 48 punti percentuali.

Dopo l'introduzione dell'euro, tra il 2000 e il 2007, negli undici paesi dell'Eurozona presi in considerazione nella tabella 3, su un aumento medio complessivo del debito in rapporto al Pil pari a 159 punti percentuali, il contributo delle imprese finanziarie è stato di addirittura 132 punti percentuali, con picchi uguali a 612 punti percentuali in Irlanda, e pari a 217, 124 e 113 punti percentuali in Olanda, Belgio e Francia. Se si eccettuano i casi dell'Italia, della Grecia e della Germania, anche la crescita dell'indebitamento in rapporto al Pil delle imprese finanziarie di Spagna, Austria, Portogallo e Finlandia è stata nettamente maggiore di quella osservata negli Stati Uniti nel periodo 1998-2008. Le tendenze registrate nei paesi membri dell'Eurozona trovano inoltre conferma nei dati che riguardano la Svezia e, soprattutto, il Regno Unito e la Danimarca. In questi due ultimi casi, infatti, tra il 2000 e il 2007, il debito in rapporto al Pil delle imprese finanziarie è aumentato, rispettivamente, di ben 367 e 145 punti percentuali.

Confrontando la situazione dei paesi europei nel periodo 2000-2007 con quella degli Stati Uniti nel periodo 1998-2008, si nota che, in media, negli undici paesi dell'Eurozona monitorati, l'indebitamento in rapporto al Pil delle famiglie è aumentato in misura minore (22 contro 30 punti percentuali) di quello delle famiglie americane. Nel caso dell'Irlanda (più 54 punti percentuali) l'aumento è però stato nettamente superiore, mentre in Grecia, Spagna, Olanda e Portogallo, e anche nei casi del Regno Unito e della Danimarca, i valori osservati sono vicini al dato registrato negli Stati Uniti.

Dall'analisi della figura 40 e della tabella 3, salta agli occhi che, tra il 2000 e il 2007, rispetto agli Stati Uniti, nell'Unione europea a 15 (escluso il Lussemburgo), in media, il settore pubblico non solo non ha contribuito all'aumento dell'indebitamento complessivo rispetto al Pil, ma ne ha anzi provocato una diminuzione misurata in 7 punti percentuali.

In maggior dettaglio, si può osservare che, nel periodo 2000-2007, il debito sovrano in rapporto al Pil dell'Italia è calato di 7 punti percentuali, che quello dell'Irlanda è sceso di 8 punti percentuali, e che, in Spagna, la riduzione dell'indebitamento pubblico in rapporto al Pil ha toccato i 24 punti percentuali. Il debito pubblico in rapporto al Pil della Grecia è invece aumentato di 4 punti percentuali, un dato che segnala un comportamento meno 'sconsiderato' di quello tenuto dalla Germania e dalla Francia, due paesi nei quali l'indebitamento pubblico

in rapporto al Pil è aumentato di 5 punti percentuali. Il Portogallo è l'unico paese tra quelli considerati in cui, negli otto anni precedenti lo scoppio della crisi, il debito pubblico in rapporto al Pil è considerevolmente cresciuto (più 13 punti percentuali). In ogni caso, è difficile considerare 'irresponsabile' il livello di indebitamento pubblico del Portogallo, se si considera che nel 2007 il debito sovrano in rapporto al Pil della Germania era pari al 64,9%, mentre i debiti pubblici (sempre in rapporto al Pil) della Francia e del Belgio erano invece uguali, rispettivamente, al 63,8% e all'84,2%. Si consideri, inoltre, che nel 2007 l'Irlanda aveva un bilancio in pareggio e un debito pubblico uguale a solo il 24% del Pil, e che, nello stesso anno, la Spagna registrò un surplus di bilancio del 2% e un indebitamento pubblico in rapporto al Pil pari al 36%.¹⁶

I dati, quindi, smentiscono la tesi difesa dall'ex ministro delle finanze tedesco Wolfgang Schäuble, secondo cui la crisi nell'Eurozona è collegabile solo indirettamente alla profonda recessione mondiale seguita al fallimento di Lehman Brothers nel settembre del 2008, e che essa debba piuttosto essere imputata a una dissoluta politica di spesa pubblica condotta dai paesi 'periferici' dell'Eurozona negli anni precedenti lo scoppio della crisi (Capitolo 1, paragrafo 6.).

La tesi di Schäuble è largamente condivisa non solo in Germania, ma è stata autorevolmente supportata anche ai massimi livelli delle autorità monetarie europee. Jean Claude Trichet, che è stato presidente della Bce prima di Mario Draghi, durante un discorso tenuto nel 2010 ha infatti dichiarato: "I want to be candid with you today. The roots of the sovereign debt tensions we face today lie in the neglect of the rules for fiscal discipline that the founding fathers of Economic and Monetary Union laid down in the Maastricht Treaty."¹⁷ Analogamente, Christian Noyer, Governatore della Banca di Francia tra il 2003 e il 2015, nel 2012 sosteneva che: "The main origin of the crisis lies in the lack of fiscal discipline on the part of most Member States. [...] [These Member States] ran up deficits and debts, including during times of growth. As a result in 2008, when the crisis started, these countries had no more fiscal room and their public finances deteriorated substantially."¹⁸

In secondo luogo, i dati relativi all'indebitamento privato, e in particolare quelli riguardanti l'indebitamento del settore delle imprese finanziarie, indicano che la crisi nell'Eurozona non può nemmeno considerarsi come una semplice *conseguenza* dello scoppio di una bolla immobiliare e creditizia sviluppatasi negli Stati Uniti che ha contagiato il Vecchio continente.

La crisi europea e quella americana devono invece essere viste come i due volti di una crisi bancaria e finanziaria *generalizzata*, legata alla condivisione di una eccessiva propensione al rischio e alla speculazione. Roubini e Mihm (2010) infatti

¹⁶ Eurostat Yearbook (2011, 2012).

¹⁷ Citato in Storm e Naastepad (2016), p. 48.

¹⁸ *Ibidem*.

sottolineano come, negli anni precedenti lo scoppio della crisi, le grandi banche europee non si siano limitate ad acquistare titoli strutturati prodotti negli Stati Uniti, ma abbiano invece perseguito strategie simili a quelle utilizzate dalle banche americane, creando in proprio titoli legati alla cartolarizzazione dei prestiti concessi alle imprese e alle famiglie europee, ed esponendosi, quindi, a rischi analoghi a quelli corsi dagli istituti finanziari americani. Inoltre, in molti casi, gli indici di leva finanziaria delle banche e degli altri istituti finanziari europei erano addirittura superiori a quelli osservati negli Stati Uniti:

Molte economie, particolarmente quelle dell'Europa occidentale, non hanno potuto evitare la crisi poiché soffrivano di molte delle debolezze comuni: bolle immobiliari, l'eccessivo ricorso al credito facile e alla leva finanziaria, l'adozione entusiasta di innovazioni finanziarie e l'investimento in attivi ad alto rischio. Questo fatto mette in luce una verità più generale riguardo all'economia delle crisi: le debolezze condivise possono far sì che crisi simili si manifestino in luoghi diversi in maniera apparentemente sincronizzata. Spesso gli analisti di mercato descrivono le crisi finanziarie in termini di 'pandemie' e altre metaforiche malattie senza riconoscere un'importante verità di fondo: le malattie si diffondono più facilmente e rapidamente tra i soggetti deboli e privi di adeguate difese immunitarie. Nella crisi recente, molte economie europee presentavano le medesime vulnerabilità degli Stati Uniti: non meraviglia perciò che al primo starnuto dagli Usa questi paesi abbiano preso un raffreddore o, per meglio dire, l'influenza.¹⁹

Nonostante le prime banche europee siano entrate in crisi già nell'estate del 2007,²⁰ l'effettiva gravità della loro situazione si è manifestata soltanto dopo il fallimento di Lehman Brothers e con lo scoppio della Grande recessione. A causa dell'altissimo livello di leva finanziaria che caratterizzava le banche europee, nel 2008 le potenziali perdite legate alla presenza di titoli 'tossici' nei loro bilanci ammontavano in media a oltre il 50% del loro patrimonio netto.²¹

Per rendersi conto della dimensione dell'intervento statale resosi necessario per il salvataggio del sistema finanziario europeo dopo il fallimento di Lehman Brothers, diamo uno sguardo alla tabella 4, che riassume l'entità degli aiuti di stato dei paesi membri dell'Unione europea in favore di istituzioni finanziarie autorizzate dalla Commissione europea tra il mese di ottobre del 2008 e il mese di ottobre del 2010. Gli interventi previsti riguardano la prestazione di garanzie statali, misure di supporto alla liquidità diversi dalla prestazione di garanzie statali, misure di

¹⁹ Roubini e Mihm (2010) [2010], p. 158.

²⁰ La francese BNP Paribas si vide costretta a sospendere diversi *bedge fund*, mentre due banche tedesche, prima la IKB e, successivamente, la Sachsen LB, vennero salvate soltanto grazie all'intervento pubblico.

²¹ Baranes (2012), p. 114.

ricapitalizzazione degli istituti finanziari e misure legate all'acquisto di attività 'tossiche' dagli istituti finanziari medesimi.

Paesi	Ammontare degli aiuti di stato approvati dalla Commissione europea nel periodo 2008-2010 (miliardi di euro)
Regno Unito	850,30
Irlanda	723,31
Danimarca	599,66
Germania	592,23
Francia	351,10
Spagna	334,27
Olanda	323,60
Belgio	328,59
Svezia	161,56
Austria	91,70
Grecia	78,00
Finlandia	54,00
Portogallo	20,45
Italia	20,00
Slovenia	12,00
Lussemburgo	11,59
Ungheria	10,33
Polonia	9,24
Lettonia	8,78
Slovacchia	3,46
Cipro	3,00
Lituania	1,74
<i>Totale</i>	4.588,90

Tabella 4 – Ammontare degli aiuti di Stato autorizzati dalla Commissione europea in favore di istituti finanziari di paesi membri dell'Unione europea, ottobre 2008 – ottobre 2010, dati espressi in miliardi di euro
(Fonte: Commissione europea (2010), p. 4)

Come si può notare, complessivamente, gli aiuti di Stato in favore degli istituti finanziari approvati dalla Commissione europea ammontano a circa 4.600 miliardi di euro, equivalenti al 37% del Pil dell'Unione nel 2010. Il Regno Unito, l'Irlanda, la Danimarca e la Germania hanno presentato programmi di aiuti alle banche che vanno da un minimo di circa 600 a un massimo di circa 850 miliardi di euro. Viceversa, i programmi presentati da Francia, Spagna, Olanda e Belgio variano all'interno di un intervallo di valori minore che va da un minimo di circa 330 a un massimo di circa 350 miliardi di euro.

Commentando il rapporto redatto dalla Commissione europea, Luciano Gallino ha osservato che:

Circa tre quarti dell'importo complessivo degli aiuti erano costituiti da garanzie – capitali che è possibile non siano utilizzati per intero, ma che in ogni caso non possono venire impiegati per altri fini. L'ammontare del sostegno pubblico effettivamente utilizzato dalle istituzioni finanziarie è stato di 960 miliardi di euro nel 2008 e 1100 miliardi nel 2009. Il rapporto non indica la quota dei suddetti aiuti di Stato utilizzati dalle banche nel 2010. Si può comunque rilevare che i soli capitali pubblici utilizzati dalle banche nel biennio citato, oltre 2000 miliardi, non sono lontani dai 2800 miliardi che rappresentano i 20 punti percentuali di aumento del debito pubblico aggregato nei Paesi Ue nel triennio 2008-10. Il saldo è formato con buona probabilità dai fondi usati nel 2010, nonché da quelli con cui i governi hanno presumibilmente sostenuto le banche senza passare da Bruxelles.²²

La tabella 5 dà conto della dinamica dei deficit e dei debiti pubblici in rapporto al Pil osservata nel triennio 2008-2010 nel Regno Unito e in Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Olanda e Danimarca, ovvero i paesi dell'Unione europea maggiormente investiti in modo diretto o indiretto dallo scoppio di bolle immobiliari e dalla conseguente crisi bancaria e finanziaria internazionale esplosa nell'estate del 2007. Infatti, come si evince dalla lettura della tabella 4, circa il 90% degli aiuti di stato a sostegno di istituti finanziari europei autorizzati dalla Commissione europea sono stati assorbiti da questi paesi.

	<u>Deficit pubblico/Pil</u>			<u>Debito pubblico/Pil</u>		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Belgio	-1,0	-5,6	-3,8	89,3	95,8	96,0
Germania	-0,1	-3,2	-4,3	66,7	74,4	83,0
Irlanda	-7,3	-14,0	-31,2	44,2	65,1	92,5
Grecia	-9,8	-15,6	-10,3	113,0	129,4	145,0
Spagna	-4,5	-11,2	-9,3	40,2	53,9	61,2
Francia	-3,3	-7,5	-7,1	68,2	79,2	82,3
Olanda	0,5	-5,6	-5,1	58,5	60,8	62,9
Danimarca	3,2	-2,7	-2,5	28,7	34,4	38,1
Regno Unito	-5,0	-11,5	-10,2	54,8	69,6	79,6
<i>Media</i>	-3,03	-8,54	-9,31	62,62	73,62	82,29
UE a 27	-2,4	-6,9	-6,5	62,5	74,8	80,0

Tabella 5 – Dinamica dei deficit e dei debiti pubblici in rapporto al Pil nell'Unione europea a 27 e nei paesi dell'Unione maggiormente investiti dalla crisi finanziaria internazionale, 2008-2010
(Fonte: *Eurostat Yearbook*, 2011 e 2012)

I dati della tabella 5 non sorprendono, se si guarda alla storia delle crisi bancarie. Nella loro documentata storia statistica sulle crisi finanziarie, Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff (2009) infatti sottolineano che, nei periodi successivi alle crisi

²² Gallino (2013a), pp. 173-174.

bancarie sistemiche, il profondo e prolungato crollo dei mercati delle attività patrimoniali (immobili e titoli azionari) e i drastici cali della produzione e dell'occupazione sono invariabilmente accompagnati dall'esplosione dei debiti pubblici.²³ Inoltre, Reinhart e Rogoff evidenziano che, di solito, l'incremento dell'indebitamento pubblico è dovuto non solo ai costi legati alla socializzazione delle perdite (reali e potenziali) delle istituzioni finanziarie, ma, anche e soprattutto, alla caduta delle entrate fiscali, all'aumento delle spese associate al funzionamento degli stabilizzatori automatici e alla introduzione di politiche fiscali discrezionali dirette a stimolare la domanda aggregata.²⁴

2. Banche, finanza e crescita economica

I dati sulla dinamica del ciclo finanziario negli Stati Uniti e in Europa durante il decennio precedente lo scoppio della Grande recessione sollevano la legittima questione di quale sia il ruolo che viene attribuito alle banche, alla finanza e al credito nell'ambito del moderno modello del 'consenso' macroeconomico.

Nel capitolo precedente abbiamo visto che, nel modello macroeconomico della 'nuova' sintesi neoclassica, l'analisi delle fluttuazioni cicliche del reddito e dell'occupazione prescinde da qualunque considerazione relativa al settore finanziario. Tuttavia, negli anni precedenti lo scoppio della crisi, un'ampia letteratura di natura sia teorica che empirica ha sottolineato l'importanza dei legami tra il grado di sviluppo finanziario e il processo di crescita delle economie capitaliste.²⁵ Nell'ambito del quadro di analisi definito dal *mainstream* macroeconomico contemporaneo, la finanza assume quindi rilevanza nel mondo di medio periodo in cui i salari e i prezzi sono assunti come perfettamente flessibili. È nel modello di equilibrio di medio periodo, infatti, che le risorse non consumate vengono veicolate verso le imprese che intendono utilizzarle a scopi di investimento, e che si mette in moto l'accumulazione di capitale fisico che sta alla base del processo di crescita economica descritto nel modello di Solow.

L'approccio contemporaneo di coloro che evidenziano la relazione tra finanza e crescita si fonda sulla constatazione che, in un mondo caratterizzato dalla divisione del lavoro, i soggetti che risparmiano non coincidono necessariamente con i soggetti che intendono investire le risorse risparmiate. La promessa del debitore di rimborsare in un istante futuro una somma di denaro maggiore di quella ricevuta in prestito introduce un elemento di incertezza nello scambio tra debitore e creditore. Di conseguenza, il trasferimento delle risorse risparmiate dalle unità economiche in surplus a quelle in deficit implica una serie di frizioni che si traducono in costi di

²³ Si veda Reinhart e Rogoff (2009) [2010], p. 191, e in particolare la Figura 10.10. a pagina 190.

²⁴ *Ibidem*, p. 241 (si confrontino anche le Figure 10.7. – 10.9. alle pagine 189 e 190).

²⁵ Una approfondita rassegna di questa letteratura si trova in Levine (2005).

transazione e in costi di informazione che giustificano la nascita e l'evoluzione dei sistemi finanziari:

The costs of acquiring information, enforcing contracts, and making transactions create incentives for the emergence of particular types of financial contracts, markets and intermediaries. Different types and combinations of information, enforcement, and transaction costs in conjunction with different legal, regulatory, and tax systems have motivated distinct financial contracts, markets, and intermediaries across countries and throughout history. [...] Financial development occurs when financial instruments, markets, and intermediaries ameliorate – though not necessarily eliminate – the effects of information, enforcement, and transactions costs and therefore do a correspondingly better job at providing [...] five financial functions. Thus, financial development involves improvements in the (i) production of ex ante information about possible investments, (ii) monitoring of investments and implementation of corporate governance, (iii) trading, diversification, and management of risk, (iv) mobilization and pooling of savings, and (v) exchange of goods and services. Each of these financial functions may influence savings and investment decisions and hence economic growth.²⁶

Eliminando, o quanto meno riducendo sensibilmente, le frizioni associate alla dimensione temporale dei contratti di credito, il sistema finanziario favorisce l'allocazione più efficiente possibile degli scarsi capitali disponibili e, quindi, significativi guadagni di produttività a livello aggregato. In altri termini, il sistema finanziario svolge un ruolo fondamentale, perché affida i capitali disponibili ai soggetti che offrono le maggiori garanzie ai fini della massimizzazione delle quantità prodotte:

L'identificazione dell'incremento netto di risorse collegato all'operazione creditizia rappresenta [...] un punto fermo essenziale per analizzare compiutamente gli aspetti macroeconomici del funzionamento [...] del sistema finanziario. È in quest'ottica che emerge chiaramente il ruolo di allocazione delle risorse che viene svolto dal sistema finanziario. Attraverso le operazioni di finanziamento esso aumenta la capacità produttiva di un operatore e dell'economia nel suo complesso, dunque alimenta e sostiene il processo di crescita. La responsabilità del sistema finanziario è proprio quella di sapere indirizzare le risorse verso gli impieghi più efficienti, cioè quelli a più alta produttività marginale.²⁷

²⁶ Levine (2004), pp. 4-6.

²⁷ Onado (2000), p. 86. Paul Wachtel osserva che, a parità di saggio di risparmio, i paesi dotati di adeguate infrastrutture finanziarie sono inevitabilmente destinati a crescere in misura maggiore di quelli finanziariamente arretrati: "The financial sector's impact on the allocation of resources cannot be overemphasized. Think of countries with high rates of investment and savings and poor growth experience. [...] Countries with similar levels of capital investment can have widely diverse growth experiences. The ability to allocate investments efficiently – the role of the financial services industry – might be responsible for the differences." (Wachtel (2003), p. 35)

Il trasferimento dei fondi risparmiati avviene in modo diretto attraverso i mercati, quando le unità in surplus acquistano azioni o obbligazioni emesse dalle imprese o dal settore pubblico, oppure in modo indiretto tramite l'ausilio di intermediari che offrono proprie passività alle unità in surplus e acquistano crediti verso le unità in deficit. La morfologia di un sistema finanziario dipende dal bilanciamento tra mercati e intermediari, tra i quali spicca il ruolo svolto dalle banche. A seconda della prevalenza del circuito di finanziamento diretto o indiretto si è soliti distinguere tra sistemi orientati ai mercati o mercatocentrici (tipicamente quelli anglosassoni) e sistemi orientati agli intermediari o bancocentrici (tipicamente quelli dell'Europa continentale, e in particolare della Germania, e quello del Giappone) (Pilbeam 2005, p. 5).

2.1. Il circuito di finanziamento diretto

Nell'ambito della letteratura *mainstream* l'esistenza dei circuiti di finanziamento diretti e indiretti ha ispirato due filoni di ricerca che riflettono giudizi contrapposti sulla capacità dei mercati e degli intermediari di allocare gli scarsi capitali disponibili in modo ottimale.

Un primo filone di letteratura lega l'efficienza allocativa del sistema finanziario alla capacità degli agenti economici di effettuare una valutazione razionale dei progetti di investimento che si riflette nei prezzi di mercato delle azioni e delle obbligazioni. In un sistema capitalistico i prezzi che si formano sui mercati dei capitali svolgono dunque una fondamentale funzione allocativa:

An efficient capital market is an important component of a capitalist system. In such a system, the ideal is a market where prices are accurate signals for capital allocation. That is, when firms issue securities to finance their activities they can expect to get "fair" prices and when investors choose among the securities that represent ownership of firms' activities, they can do so under the assumption they are paying "fair" prices. In short, if the capital market is to function smoothly, in allocating resources, prices of securities must be good indicators of value.²⁸

L'approccio razionale alla determinazione dei prezzi delle azioni e delle obbligazioni si basa su tre ipotesi essenziali.²⁹ In primo luogo, si assume che gli agenti economici siano razionali, perché agiscono esclusivamente sulla base delle informazioni pubbliche e private disponibili, e quindi senza farsi condizionare dai comportamenti altrui. In secondo luogo, si ipotizza l'esistenza di un *valore fondamentale* associabile a ciascuna attività finanziaria. Tale valore è dato dalla somma

²⁸ Fama (1976), p. 133.

²⁹ Si veda Tymoigne (2009c), p. 48 e ss.

dei valori attuali dei flussi di cassa reali attesi dal possesso del titolo, cui deve essere aggiunta la stima del guadagno in caso di vendita del titolo stesso, ovvero la stima del suo prezzo di mercato in un dato istante futuro:

$$V_t = \frac{E(FC_1)}{(1+R_1)} + \frac{E(FC_2)}{(1+R_2)^2} + \frac{E(FC_3)}{(1+R_3)^3} + \dots + \frac{E(FC_n)}{(1+R_n)^n} + \frac{E(P_n)}{(1+R_n)^n} \cdot^{30}$$

Assumendo, per semplicità, che il tasso di interesse a cui vengono scontati i futuri flussi di cassa e il futuro prezzo di mercato del titolo rimanga costante, la formula precedente si riduce a:

$$V_t = \sum_{t=1}^n \frac{E(FC_t)}{(1+R)^t} + \frac{E(P_n)}{(1+R)^n} \cdot^{31}$$

Infine, il modello razionale di determinazione dei prezzi delle attività finanziarie si basa sull'ipotesi di efficienza informativa dei mercati dei capitali sviluppata da Eugene Fama (1965, 1970), secondo cui i prezzi di mercato riflettono sempre, in modo pieno e corretto, tutte le informazioni disponibili circa gli elementi che incidono sul valore fondamentale dei titoli.³² L'ipotesi di efficienza informativa di Fama implica che i prezzi di mercato delle attività finanziarie varino in modo casuale, perché le nuove informazioni giungono agli agenti economici in modo del tutto imprevedibile.³³

Per diretta conseguenza, le bolle speculative si possono manifestare soltanto se i mercati non sono efficienti in forma forte, e anche in questo caso non potrebbero

³⁰ Nel caso delle obbligazioni, l'entità dei flussi di cassa reali attesi è certa perché essi derivano da impegni contrattuali. Inoltre, se il tempo n coincide con la scadenza contrattuale del titolo, al flusso di cassa si aggiunge il rimborso del capitale prestato, ovvero $\frac{C_n}{(1+R_n)^n}$, anch'esso predefinito contrattualmente. Nel caso delle azioni, invece, i flussi di cassa futuri non sono noti con certezza, perché assumono la forma di dividendi che dipendono dai profitti conseguiti dall'impresa e dalla politica di distribuzione dei dividendi dell'impresa stessa.

³¹ Per le obbligazioni, R include, oltre al tasso naturale reale, anche un premio per la liquidità associato alla durata della rinuncia al potere di acquisto e un premio per il rischio legato alla probabilità che il debitore non rispetti gli impegni assunti. Per quanto riguarda le azioni, che a differenza delle obbligazioni non riflettono impegni contrattuali predefiniti, ma rapporti di proprietà di durata potenzialmente infinita, R tiene conto non solo della redditività 'naturale' dell'investimento, ma anche del rischio collegato alla misura dei dividendi futuri. In altre parole, R rappresenta il tasso di rendimento richiesto dal mercato per una data classe di rischio.

³² Fama distingue tra una efficienza in *forma debole*, quando i prezzi riflettono soltanto le informazioni che si possono estrarre dall'andamento passato dei prezzi e delle quantità scambiate, una efficienza in forma *semiforte*, quando i prezzi riflettono tutte le informazioni disponibili pubblicamente, e, infine, una efficienza in *forma forte*, quando i prezzi riflettono anche le informazioni che non sono disponibili a tutti (si pensi al caso di un *insider* le cui informazioni trovano espressione nei prezzi di mercato attraverso le sue operazioni di compravendita di titoli).

³³ Tecnicamente, i prezzi dei titoli seguono un percorso casuale. Essi, cioè, assumono le caratteristiche di un *random walk*, ovvero di una successione di variabili casuali incorrelate aventi tutte la stessa distribuzione e media nulla (si veda Gallo e Pacini (2002), p. 156 e ss.).

comunque durare nel tempo, perché i partecipanti al mercato riporterebbero rapidamente i prezzi in linea con i valori fondamentali dei titoli:

[...] the independence of successive price changes is consistent with an “efficient” market, that is, a market where prices at every point in time represent best estimates of intrinsic values. This implies in turn that, when an intrinsic value changes, the actual price will adjust “instantaneously” where instantaneously means, among other things, that the actual price will initially overshoot the new intrinsic value as often as it will undershoot it.³⁴

Infatti, qualora il prezzo di mercato superasse il valore fondamentale di un titolo, non vi sarebbe convenienza alcuna ad acquistarlo, mentre chi ne fosse già in possesso avrebbe tutto l'interesse a venderlo contribuendo quindi a esercitare una pressione al ribasso sul suo prezzo di mercato. Nel caso opposto, in cui il valore fondamentale del titolo fosse maggiore del suo prezzo di mercato, vi sarebbe invece un evidente incentivo all'acquisto che determinerebbe una pressione al rialzo sul prezzo di mercato. In un contesto di questo tipo, è razionale speculare vendendo le attività sopravvalutate e acquistando quelle sottovalutate. Pertanto, nei mercati efficienti la speculazione accelera il processo di convergenza dei prezzi di mercato dei titoli verso il loro valore fondamentale, agendo dunque da vero e proprio elemento stabilizzatore.

Il contrasto tra la realtà di numerosi episodi speculativi che hanno prodotto effetti destabilizzanti sui mercati dei capitali, e le conclusioni dell'approccio razionale alla determinazione dei prezzi delle attività finanziarie, ha portato alla nascita di un sottofilone di letteratura *mainstream* che attribuisce le bolle a comportamenti razionali indotti da problemi informativi. Pertanto, è possibile osservare comportamenti gregari (*herd behaviors*) per effetto di decisioni sequenziali basate sull'osservazione delle strategie di investimento altrui. Tuttavia, tali comportamenti rappresentano inferenze razionali da informazioni limitate, e quindi soltanto allontanamenti temporanei da un mondo ideale caratterizzato dalla presenza di perfetta informazione, che non mettono in dubbio l'effettiva esistenza di un valore 'corretto' attribuibile alle attività finanziarie.³⁵

Prima dello scoppio della crisi, era perciò opinione largamente condivisa che le banche centrali dovessero reagire agli sviluppi osservati sui mercati finanziari soltanto nel caso in cui tali sviluppi avrebbero potuto incidere sulla dinamica del livello generale dei prezzi al consumo, considerato come l'unica variabile obiettivo nell'ambito di una strategia di politica monetaria orientata all'*inflation targeting*:

³⁴ Fama (1965), p. 94.

³⁵ Per un approfondimento su questo punto si vedano Tymoigne (2009c), pp. 51-53 e Easley e Kleinberg (2010), Capitolo 16.

The inflation-targeting approach gives a specific answer to the question of how central bankers should respond to asset prices: Changes in asset prices should affect monetary policy only to the extent that they affect the central bank's forecast of inflation.³⁶

Queste considerazioni erano accompagnate dall'idea che la Banca centrale non si trovasse nella condizione di poter identificare una bolla speculativa prima di un suo effettivo scoppio, e che la migliore strategia fosse pertanto quella di intervenire soltanto *ex post* per mitigare gli effetti prodotti dallo scoppio della bolla stessa:

[...] at the Federal Reserve [...] we recognized that [...] it was very difficult to definitely identify a bubble until after the fact – that is, when its bursting confirmed its existence. [...] we [thus] noted the need to focus on policies to mitigate the fallout when it occurs and, hopefully, ease the transition to the next expansion.³⁷

2.2. Il circuito di finanziamento indiretto

Tra i numerosi contributi degli economisti appartenenti alla *Nuova macroeconomia keynesiana* (NMK) spiccano gli studi sulle conseguenze della distribuzione asimmetrica delle informazioni economicamente rilevanti tra gli operatori dei mercati finanziari. In particolare, i 'nuovi keynesiani' giustificano l'esistenza degli intermediari finanziari e la centralità del rapporto banche-imprese con la necessità di minimizzare i costi associati alle imperfezioni informative che ostacolano il finanziamento diretto delle unità in deficit da parte dei risparmiatori.³⁸

In primo luogo, i 'nuovi keynesiani' sottolineano che, in presenza di asimmetrie informative *ex ante*, riferibili, cioè, alle fasi antecedenti la conclusione dello scambio che caratterizza il contratto di credito, le forme di finanziamento indirette si fanno preferire alle forme di finanziamento dirette. Infatti, secondo i 'nuovi keynesiani', sul mercato del credito si manifestano condizioni analoghe a quelle individuabili sul mercato delle macchine usate analizzato da George Akerlof in un importante contributo pionieristico della *economia dell'informazione* pubblicato nel 1970.

Nel modello di Akerlof i potenziali acquirenti di macchine usate non sono in grado di distinguere tra le macchine di buona qualità e i cosiddetti 'bidoni' (*lemons*). A giudizio dei 'nuovi keynesiani', i risparmiatori che valutano se sottoscrivere delle azioni o delle obbligazioni sul mercato dei capitali si trovano in una situazione assimilabile a quella degli acquirenti di macchine usate, perché, pur essendo capaci di formulare delle stime sui rendimenti futuri di un investimento, essi dispongono di

³⁶ Bernanke e Gertler (2001), p. 253.

³⁷ Greenspan (2002), pp. 3-4.

³⁸ Una accurata rassegna dei lavori in materia monetaria e creditizia degli esponenti della NMK si trova in Bertocco (1998a, 1998b, 2004).

un insieme di informazioni incompleto rispetto alle imprese. Analogamente ai venditori di macchine usate, che conoscono esattamente la qualità dei veicoli offerti ai potenziali acquirenti, le imprese sono pertanto in grado di individuare correttamente le distribuzioni di probabilità relative alla redditività e al rischio dei progetti di investimento che intendono farsi finanziare.

Questa circostanza altera le caratteristiche dell'equilibrio di mercato che si determinerebbe in presenza di perfetta distribuzione delle informazioni. In questo caso, infatti, nel modello di Akerlof le macchine usate di buona qualità e i 'bidoni' vengono venduti a prezzi differenti, perché gli acquirenti sono disposti a pagare un prezzo più alto per una macchina di qualità superiore. Similmente, a parità di rendimento atteso, sul mercato dei capitali i sottoscrittori di azioni o di obbligazioni di nuova emissione sono disposti a pagare un prezzo più alto, e quindi ad accettare un tasso di interesse più basso,³⁹ per i titoli delle imprese i cui progetti di investimento presentano rischi minori.

In presenza di asimmetrie informative, invece, le macchine usate verrebbero vendute tutte allo stesso prezzo, perché i compratori non sono in grado di riconoscere quelle di buona qualità. Il prezzo di equilibrio sarà allora inferiore a quello che i compratori sarebbero stati disposti a pagare per una macchina usata di buona qualità, perché i compratori sanno che corrono il rischio di acquistare un 'bidone'. Tuttavia, esso sarà più alto di quello che sarebbe stato pagato per un 'bidone', perché esiste la possibilità di acquistare una macchina di qualità superiore. Pertanto, i venditori di macchine di buona qualità spuntano un prezzo inferiore a quello che avrebbero ottenuto in caso di perfetta distribuzione delle informazioni, mentre i proprietari dei 'bidoni' vengono premiati con un prezzo di vendita maggiore. Akerlof mostra come questa situazione favorisca l'intervento di meccanici che si specializzano nella valutazione delle macchine usate, annullando così gli effetti prodotti dalla presenza di asimmetrie informative.

Sul mercato dei capitali le asimmetrie informative penalizzano invece le imprese che presentano i progetti di investimento con i profili di rendimento e/o di rischio migliori. Non essendo in grado di distinguere i titoli caratterizzati dalla migliore combinazione tra rischio e rendimento, i risparmiatori saranno infatti indotti a finanziare tutte le imprese alle stesse condizioni. Pertanto, le imprese che presentano i progetti di investimento di qualità maggiore saranno costrette a pagare un tasso di interesse più alto di quello che avrebbero pagato in caso di perfetta distribuzione delle informazioni, mentre le imprese che presentano progetti con profili di rendimento e/o di rischio inferiori potranno avvantaggiarsi di condizioni di finanziamento migliori.

³⁹ La formula che definisce il valore fondamentale delle attività finanziarie evidenzia chiaramente la relazione inversa tra prezzo del titolo e tasso di interesse.

Secondo i ‘nuovi keynesiani’, in un mondo ideale di perfetta informazione, in cui le distribuzioni di probabilità delle combinazioni di rischio e di rendimento associate ai progetti di investimento sono intelligibili a tutti, l’equilibrio di mercato è garantito dalle sole variazioni del tasso di interesse reale:

What ensures that the number of individuals certified to be credit worthy, combined with those with cash resources, generates a demand for current resources equal to current supplies? [...] The answer provided by [the] traditional [...] analysis is simple: if there is an excess demand for current resources, the real rate of interest will rise: as this happens, the demand for credit [...] is reduced until demand equals supply at full employment for current resources.⁴⁰

Tuttavia, in caso di distribuzione asimmetrica delle informazioni, il maggior onere del finanziamento per le imprese più efficienti è di incentivo alla nascita e allo sviluppo dell’intermediazione bancaria:

[...] in economies characterized by information imperfections [...] the price system may well not serve the information-equilibrating role assigned to it by conventional theory.⁴¹ Imperfect information about the probability of default has several implications for the nature of capital markets. [...] it gives rise to institutions – like banks – that specialize in acquiring information about default risk.⁴²

Riducendo i costi di informazione *ex ante* sul mercato del credito, le banche svolgono quindi un ruolo analogo a quello svolto dai meccanici sul mercato delle macchine usate, perché avvicinano, per quanto possibile, il funzionamento del mercato del credito al mondo ideale descritto dalla teoria neoclassica (Bertocco, 2015, p. 66).

Inoltre, i ‘nuovi keynesiani’ sottolineano che le banche riescono ad accedere a informazioni riservate non solo nella fase di selezione dei debitori, quella cioè antecedente la conclusione del contratto di credito, ma anche nella fase successiva, quella in cui la presenza di asimmetrie informative *ex post* richiede una attività di monitoraggio sulla effettiva capacità delle imprese di utilizzare al meglio i fondi ottenuti a prestito e sull’eventuale uso fraudolento dei fondi stessi. In un famoso contributo del 1984 Douglas Diamond ha mostrato che la delega dell’attività di monitoraggio alle banche consente di minimizzare i costi di monitoraggio che i risparmiatori addebitano alle imprese.

⁴⁰ Stiglitz e Weiss (1990), p. 101.

⁴¹ *Ibidem*.

⁴² Blinder e Stiglitz (1983), p. 299.

In definitiva, i lavori dei ‘nuovi keynesiani’ sottolineano che, in presenza di distribuzione asimmetrica delle informazioni (sia *ex ante* che *ex post*), l’allocazione efficiente degli scarsi capitali disponibili attraverso la selezione e il controllo dei debitori che offrono le maggiori garanzie di capacità e di onestà è meglio garantita dalla istituzione di un circuito di finanziamento indiretto. Questa conclusione emerge chiaramente dal seguente esempio di Stiglitz e Weiss riferito al caso di una economia-grano, in cui il grano risparmiato può essere utilizzato come semente in terreni diversamente produttivi:

La necessità del credito sorge a causa della discrepanza tra le dotazioni individuali di risorse e le opportunità di investimento. Questo punto può essere illustrato molto semplicemente se immaginiamo una economia agricola primitiva, nella quale differenti individui possiedono differenti lotti di terreno e hanno una diversa dotazione di sementi con le quali coltivare la terra. [Supponiamo che] il rendimento marginale di una quantità addizionale di semente impiegata nei differenti lotti possa variare significativamente. Il prodotto nazionale potrebbe aumentare considerevolmente se le sementi potessero essere trasferite dai lotti di terreno nei quali esse hanno una bassa produttività marginale ai lotti in cui si ottiene un’alta produttività marginale. Ma ciò richiede credito, cioè, alcuni agricoltori dovranno ottenere una maggior quantità di sementi rispetto alla loro dotazione in cambio di una promessa di restituire il prestito nel periodo successivo, quando si otterrà il raccolto. Le banche sono le istituzioni che all’interno di questa società selezionano coloro che domandano credito, che individuano i lotti di terreno che sono maggiormente produttivi e che monitorano il comportamento dei debitori, al fine di verificare che le sementi siano effettivamente seminate piuttosto che, diciamo, consumate dal debitore in una festa.⁴³

Trasferito nel contesto di una economia in cui l’offerta di moneta è strettamente esogena, perché coincidente con la disponibilità di metalli preziosi o con la moneta legale creata da una autorità pubblica, l’esempio di Stiglitz e Weiss descrive un mondo caratterizzato dalla perfetta corrispondenza tra il risparmio di risorse reali e il risparmio di una quota dei redditi monetari, in cui il sistema bancario offre un servizio di pura intermediazione tra debitori e creditori (Capitolo 7, paragrafo 1.). Ma, in realtà, i ‘nuovi keynesiani’ affermano che la loro analisi sul ruolo svolto dal sistema bancario in presenza di distribuzione asimmetrica delle informazioni rappresenta una generalizzazione della teoria dei fondi prestabili elaborata da Robertson e Ohlin negli anni ’30 del secolo scorso:

La teoria che abbiamo sviluppato può essere concepita come una generalizzazione della teoria dei fondi prestabili. Negli anni Trenta, c’era una teoria fortemente concorrenziale rispetto a quella di Keynes. Ci riferiamo alla

⁴³ Stiglitz e Weiss (1990), pp. 91-92, citati in Bertocco (2015), pp. 66-67.

teoria dei fondi prestabili, promossa, per esempio, da Robertson. In quel modello, il tasso d'interesse è determinato dall'intersezione di una curva di domanda di fondi che pende negativamente e una curva di offerta di fondi che pende positivamente [...]. [...] Rispetto a questa analisi, noi sosteniamo diversi punti. Più precisamente, che quello che conta non è solo un'offerta di risparmio, cioè di fondi che non sono stati spesi per il consumo di beni, ma anche un'offerta di *credito*; credito nel senso che possa finanziare gli investimenti delle imprese o il consumo delle famiglie. Che le istituzioni finanziarie giocano un ruolo chiave nel determinare l'offerta di credito. Che ci possono essere ampi cambiamenti nell'offerta di credito durante il ciclo economico [...].⁴⁴

Generalizzando la loro teoria dell'intermediazione bancaria alla teoria dei fondi prestabili di Robertson e Ohlin, i 'nuovi keynesiani' quindi riconoscono che l'attività delle banche non è confinata alla semplice intermediazione delle risorse risparmiate, e che esse sono *produttrici* di potere d'acquisto, più che *intermediarie* di questa 'merce' particolare, per usare una espressione utilizzata da Schumpeter. Nel settimo capitolo (paragrafo 2.) abbiamo visto che, in questo caso, la corrispondenza tra il risparmio di risorse reali e la disponibilità di fondi prestabili è funzione dei margini di elasticità dell'offerta di moneta di origine bancaria concessi dalle autorità monetarie attraverso il controllo della quantità di base monetaria o del tasso di interesse. In equilibrio, le banche concedono crediti in misura non eccedente il risparmio di risorse reali. Sebbene, formalmente, esse non agiscano più da pure intermediarie tra debitori e creditori, si può però ancora affermare che l'equilibrio sul mercato del credito (o dei fondi prestabili) rappresenta la replica in versione monetaria dell'equilibrio su un ipotetico mercato dei capitali in cui le risorse risparmiate vengono scambiate in natura

Tuttavia, accettando il ruolo delle banche come produttrici *ex nihilo* della 'merce' potere d'acquisto, implicitamente, i 'nuovi keynesiani' rinnegano i motivi stessi che, a loro giudizio, ne giustificano l'esistenza. Infatti, dal momento che la funzione delle banche non è più limitata alla intermediazione di fondi precedentemente esistenti, evidentemente, esse cessano di risolvere i problemi di asimmetria informativa che ostacolano il trasferimento diretto dei risparmi dalle unità economiche in surplus a quelle in deficit.

Ad ogni modo, tra la fine dello secolo scorso e l'inizio del nuovo millennio un numero crescente di osservatori ha sottolineato come molti paesi, in particolare in Europa, stessero convergendo verso un modello di organizzazione dei mercati dei capitali di stampo anglosassone, con un progressivo spostamento verso forme di

⁴⁴ Stiglitz e Greenwald (2003) [2008], pp. 55-56.

finanziamento diretto degli investimenti.⁴⁵ Commentando questi sviluppi, Marco Onado rilevava che:

Una volta [...] giustificata l'esistenza degli intermediari con le asimmetrie informative, si può dedurre che il circuito indiretto di intermediazione è quello delle imperfezioni informative e dei costi di varia natura, mentre il circuito diretto è quello in cui imperfezioni e costi sono nulli. È facile allora cadere nella tentazione di concludere che il secondo rappresenta uno stadio evolutivo superiore rispetto al primo e che alla riduzione dei costi corrisponde automaticamente un aumento del peso relativo dei circuiti che passano attraverso i mercati rispetto a quelli che passano attraverso gli intermediari.⁴⁶

Secondo Onado, la validità di una teoria 'evoluzionista' della morfologia finanziaria si scontrava però con la constatazione che le imperfezioni dei mercati erano ancora tali da far prevalere un po' ovunque strutture finanziarie caratterizzate da una 'gerarchia finanziaria' basata sulla prevalenza dell'autofinanziamento sul finanziamento esterno e, nel caso di quest'ultimo, sul peso determinante delle banche. Inoltre, egli osservava che lo sviluppo dei mercati finanziari non era accompagnato da un aumento dei titoli posseduti dalle unità in surplus, ma dall'aumento delle attività finanziarie detenute attraverso le banche di intermediazione mobiliare e gli investitori istituzionali. Infine, Onado sottolineava come, dall'inizio degli anni '90 del secolo scorso, in tutte le economie avanzate l'evoluzione dei sistemi finanziari fosse caratterizzata dalla affermazione del modello di banca universale⁴⁷ e, quindi, non tanto da una contrapposizione tra circuiti di finanziamento diretto e indiretto, ma dallo spostamento verso relazioni di natura complementare tra banche e mercati.⁴⁸

Negli anni più recenti, la conferma più evidente della crescente complementarietà tra banche e mercati è venuta dalla diffusione della pratica della cartolarizzazione e dal conseguente passaggio delle banche dal modello di operatività di tipo 'eroga e detieni' (*originate and hold*) al modello di operatività di tipo 'eroga e distribuisce' (*originate and distribute*) descritto sinteticamente nel primo capitolo.

⁴⁵ Si vedano Gros-Pietro, Reviglio e Torrisi (2001), Rajan e Zingales (2003a) e, con riferimento al caso tedesco, Dore (2000).

⁴⁶ Onado (2000), pp. 353-354.

⁴⁷ Il modello di banca universale rappresenta il modello attualmente accolto dalla regolamentazione europea. La banca universale si dedica a tutta la gamma delle operazioni finanziarie a breve e a medio e lungo termine, e quindi sia all'attività bancaria in senso stretto che alle attività legate al funzionamento dei mercati finanziari.

⁴⁸ Onado (2000), Capitolo 15.

3. Due diverse prospettive sulle origini della Grande recessione e della crisi nell'Eurozona

La tesi dominante sull'efficienza allocativa del sistema finanziario è stata messa a dura prova dalla crisi finanziaria globale seguita al crollo del mercato immobiliare statunitense e dall'esplosione della crisi debitoria nell'Eurozona. Le grandi banche universali internazionali sembrano infatti aver completamente fallito sia in veste di intermediari specializzati nella raccolta di informazioni sulla redditività e solvibilità dei propri debitori, sia in qualità di attori razionali che selezionano il loro portafoglio titoli (azioni, obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, derivati) in base a tutte le informazioni disponibili sul valore fondamentale dei titoli stessi.

Tutte le interpretazioni sulle origini della crisi finanziaria che ha provocato la Grande recessione e sulle cause ultime della crisi nell'Eurozona elaborate dagli economisti fedeli all'ortodossia di ispirazione neoclassica mettono in luce la natura speculativa delle attività condotte dalle grandi banche e dagli istituti finanziari che hanno dato vita al cosiddetto 'sistema bancario ombra' (*shadow banking system*). La marcata tendenza alla speculazione degli attori del sistema finanziario internazionale si è manifestata attraverso:

- (iv) la concessione di prestiti eccessivamente rischiosi a famiglie e imprese (non finanziarie e finanziarie) prive dei necessari requisiti di solvibilità;
- (v) la corsa all'acquisto di titoli caratterizzati da un continuo rialzo delle loro quotazioni;
- (vi) l'adozione di un elevatissimo grado di leva finanziaria.

Gli economisti appartenenti al *mainstream* contemporaneo hanno tentato di giustificare le evidenti contraddizioni tra la teoria ortodossa della banca e dell'intermediazione finanziaria illustrata nel paragrafo precedente e l'effettiva condotta degli attori del sistema finanziario internazionale, facendo riferimento a cause esogene invariabilmente imputate a errori o a ingerenze del settore pubblico.

[...] lungi dal costituire una dimostrazione del cattivo funzionamento delle economie capitaliste, risulta in maniera eclatante che *le crisi monetarie e finanziarie sono il risultato di un fallimento degli Stati e non di un fallimento del capitalismo e dei mercati.*⁴⁹

Partendo dal quadro analitico che emerge dal modello del nuovo 'consenso' macroeconomico, è possibile individuare due distinte chiavi di lettura sulle cause che hanno prodotto la crisi finanziaria ed economica sfociata nella Grande recessione e nella crisi dell'Eurozona.

⁴⁹ Salin (2009a) [2011], p. 10.

3.1. La crisi nel mondo dell'equilibrio 'naturale' di medio periodo

Una prima prospettiva sulle origini della Grande recessione e della crisi nell'Eurozona è quella riferibile alle tesi di Ben Bernanke e di Hans-Werner Sinn esaminate nel terzo capitolo di questo lavoro.

Sia Bernanke che Sinn individuano le cause dei fenomeni speculativi osservati negli Stati Uniti e nei paesi 'periferici' dell'Eurozona in un eccessivo afflusso di risparmi dai paesi che, negli anni precedenti l'esplosione della crisi, hanno accumulato ingenti avanzi di parte corrente. Nel caso statunitense, Bernanke ha fatto riferimento soprattutto ai capitali affluiti dalle economie emergenti asiatiche e dai paesi esportatori di petrolio, mentre Sinn ha invece puntato il dito sullo spreco delle risorse veicolate dalle banche tedesche verso le 'periferie' europee.

L'interpretazione sulle cause della crisi nell'Eurozona elaborata da Sinn (Capitolo 3) è più articolata di quella formulata da Schäuble. Pur sottolineando l'insufficiente disciplina fiscale di Grecia e Portogallo negli anni precedenti lo scoppio della bolla sul mercato immobiliare statunitense, Sinn riconosce che, in Europa, l'esplosione dei debiti pubblici successiva al 2007 è una *conseguenza* della Grande recessione seguita al fallimento di Lehman Brothers e degli interventi pubblici diretti a salvare numerosi istituti bancari finiti sull'orlo della bancarotta.⁵⁰ Inoltre, Sinn ammette la rilevanza dell'indebitamento privato rispetto a quello pubblico dei paesi 'periferici' dell'Eurozona evidenziata dai dati nella tabella 3.⁵¹ Secondo Sinn, quindi, la crisi europea ancor prima che crisi da eccesso di debiti sovrani deve essere considerata una crisi di bilancia dei pagamenti le cui origini sono interamente imputabili alle distorsioni dei meccanismi di funzionamento del mercato dei capitali.

Come quella di Bernanke, anche l'analisi di Sinn parte dalla implicita assunzione che, nei paesi che presentavano un deficit di parte corrente, la produzione domestica di moneta di origine bancaria non aveva alterato la corrispondenza tra scarsità di risorse reali e la scarsità di disponibilità monetarie.⁵² Si tratta, quindi, di una analisi condotta in termini eminentemente *reali* che, nell'ambito del modello

⁵⁰ Per maggiori dettagli sui salvataggi pubblici degli istituti bancari europei si veda Sinn (2010a, Capitolo 9) e Sinn (2014a), pp. 52-58.

⁵¹ “[...] those who did realize that there was a problem consoled themselves with the belief that the Stability and Growth Pact would apply the breaks in time. This belief proved delusory, since for one thing the politicians then in office did not take the Pact seriously, and for another, they were in any case powerless to do anything about the excessive indebtedness in the private sector, which lies at the core of the crisis, as the Spanish and Irish examples show.” (Sinn (2014a), pp. 80-81)

⁵² Nel terzo capitolo (paragrafo 2.3.1.) abbiamo visto che Sinn accusa la Bce di aver favorito una sovrabbondante creazione di mezzi monetari di origine bancaria attraverso l'immissione di una eccessiva quantità di base monetaria nei paesi 'periferici' dell'Eurozona. Tuttavia, queste considerazioni di Sinn sono riferite esclusivamente al periodo successivo alla ripresa dell'economia mondiale osservata nella seconda metà del 2009, e non agli anni che hanno preceduto lo scoppio della crisi.

macroeconomico della ‘nuova’ sintesi neoclassica, fa riferimento al mondo dell’equilibrio ‘naturale’ di medio periodo, al mondo, cioè, in cui vale la legge di Say, in cui l’investimento presuppone la rinuncia al consumo di una parte delle risorse prodotte, e in cui le banche si limitano a svolgere una attività paragonabile alla pura intermediazione delle risorse risparmiate.

Trasferita nel contesto di economie aperte agli scambi con l’estero, l’analisi di Bernanke e Sinn è invece riferibile al moderno approccio intertemporale alla bilancia dei pagamenti. Come sappiamo, secondo questo approccio, negli anni precedenti lo scoppio della crisi, all’interno dell’Eurozona i deficit e i surplus di parte corrente riflettevano il trasferimento di risorse reali risparmiate dai paesi ‘centrali’ a quelli ‘periferici’. Poco importa che gli scambi di risorse reali avvenissero in forma monetaria e non sotto forma di baratto. Sebbene, sul piano formale, i contratti di credito tra i soggetti dei paesi in deficit e i paesi in surplus dell’area dell’euro riguardassero il trasferimento di somme di denaro, ciò che in realtà formava l’oggetto dello scambio era la quota dei beni non consumati nei paesi ‘centrali’ dell’Eurozona contro la promessa dei paesi ‘periferici’ di restituire in futuro una analoga quantità di beni aumentata di un interesse misurabile in termini reali (Capitolo 2, paragrafo 1.).

Nel terzo capitolo abbiamo visto che Sinn attribuisce la responsabilità per l’inefficiente allocazione delle risorse reali risparmiate nei paesi ‘centrali’ dell’Eurozona alle autorità pubbliche. Infatti, a giudizio dell’economista tedesco, come negli Stati Uniti, anche in Europa, negli anni che hanno preceduto l’esplosione della crisi, la ‘politica’ non avrebbe fornito un adeguato quadro regolamentare per l’esercizio delle attività del settore finanziario. In particolare, Sinn denuncia le lacune della regolamentazione europea e internazionale relativa alla definizione dei coefficienti di patrimonializzazione delle banche. È a causa di tali lacune che, secondo Sinn, le banche e gli istituti a esse assimilabili sono state incoraggiate a tenere comportamenti speculativi, e che, in Europa, i risparmi dei paesi in surplus, e in particolare quelli accumulati in Germania, non sono stati indirizzati verso il finanziamento di investimenti produttivi, ma hanno invece alimentato i disavanzi dei bilanci pubblici e la formazione di bolle immobiliari nei paesi in deficit.

Negli anni successivi allo scoppio della crisi, l’analisi di matrice ordoliberales di Sinn (Capitolo 3, paragrafo 2.2.) non è stata la sola a mettere in evidenza la responsabilità del settore pubblico per l’insufficiente regolamentazione del settore finanziario e la conseguente attività speculativa delle banche. Con riferimento alla realtà statunitense, Thomas Palley osserva come numerosi economisti appartenenti all’ala moderata del *mainstream* accademico contemporaneo abbiano denunciato la deregolamentazione dell’attività bancaria avvenuta all’inizio del nuovo millennio:

Soft-core MIT neoliberals view [regulatory failure] as one of regulatory deficiency and failure of government to limit financial risk taking. [...] attention has focused on three key regulatory events – the repeal of the Glass-Steagall Act in 1999, the Commodities Futures Modernization Act of 2000, and the Securities and Exchange Commission’s (SEC) 2004 net capital exemption rule. The 1999 repeal of Glass-Steagall allowed banks to become bigger by allowing them to undertake commercial and investment banking activities under one roof and by allowing commercial banks to engage in insurance activities. The Commodities Futures Modernization Act (CFMA) of 2000 exempted derivatives from regulatory oversight and allowed them to be traded off exchanges without central clearing requirements, capital requirements, or disclosure of counterparties. [...] Lastly, the SEC’s 2004 net capital exemption rule limited the amount of capital Wall Street’s largest brokerage houses had to hold.⁵³

La deregolamentazione del settore finanziario ha condotto alla realizzazione di un sistema finanziario internazionale dominato dalle grandi banche universali, costituite come società per azioni, e orientate esclusivamente alla massimizzazione del valore per gli azionisti. Per allineare gli obiettivi dei manager a quelli degli azionisti, è quindi stato introdotto un sistema di remunerazione che premia gli alti dirigenti del settore finanziario con l’erogazione di premi di produttività (*bonus*) condizionati alla realizzazione di determinati risultati di bilancio.⁵⁴

Soggetti a questo sistema di incentivi, i manager bancari hanno progressivamente ampliato il ricorso alla cartolarizzazione. Poiché le banche avevano la possibilità di cedere i loro crediti e di trasferire i rischi di insolvenza a terzi, e poiché, in questo modo, i profitti finivano per dipendere dalle commissioni, piuttosto che dalle entrate da interessi, percepite sui prestiti concessi alla clientela, i manager delle grandi banche universali internazionali hanno continuato a espandere la quantità di mutui, senza preoccuparsi di effettuare valutazioni scrupolose sulla loro qualità. Raghuram Rajan (2006, p. 502) ha sottolineato che, ben lungi dal ridurre i rischi associati al trasferimento delle risorse risparmiate, le banche avevano invece finito per creare un vero e proprio ‘iceberg di rischio’.

⁵³ Palley (2012), pp. 80, 87. Per un approfondimento sul ruolo svolto da Fannie Mae e Freddie Mac negli anni che hanno portato allo scoppio della crisi dei mutui *subprime*, si veda Young A. T. (2015), pp. 195-198.

⁵⁴ In realtà, i premi di produttività annuali hanno sempre svolto un ruolo importante nei meccanismi di retribuzione dei dirigenti e dei *trader* delle banche di investimento, degli *hedge fund* e delle altre società di servizi finanziari. Ma negli anni immediatamente precedenti la crisi queste componenti delle retribuzioni sono aumentate vertiginosamente. Nel 2005 le cinque grandi banche di investimento di *Wall Street* (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers e Bear Stearns) hanno distribuito *bonus* per 25 miliardi di dollari. Nel 2006 e nel 2007 questi emolumenti sono saliti, rispettivamente, a 36 e a 38 miliardi di dollari (Roubini e Mihm (2010) [2010], pp. 87-88). Gli effetti distorsivi indotti dal sistema di remunerazione dei manager bancari negli anni precedenti lo scoppio della crisi sono stati enfatizzati con particolare incisività da Rajan (2010).

Secondo una interpretazione diametralmente opposta, patrocinata dall'ala più conservatrice dell'ortodossia accademica statunitense, le responsabilità del settore pubblico per la distorsione dei meccanismi di funzionamento dei mercati dei capitali andrebbero cercate non tanto nella mancanza di una adeguata regolamentazione, quanto piuttosto nell'eccesso di regole imposte al settore finanziario:

Hard-core Chicago School neoliberals view the [regulatory failure] as one of regulatory excess and excessive government intervention in financial markets. [...] The regulatory excess hypothesis essentially blames government regulation and intervention in the housing market for the crisis. There are a number of pieces to this argument, including tax deductibility of mortgage interest payments that encouraged a frenzied rush to home ownership that drove up prices; the Community Reinvestment Act (CRA) that compelled banks to make unsound loans to low-income households, which both drove up home prices and caused mortgage defaults; and Fannie Mae and Freddie Mac that distorted the mortgage market through the implicit guarantee they received from the government. That guarantee supposedly created moral hazard in the wholesale credit market, as lenders to Fannie and Freddie felt they were guaranteed and therefore provided an ocean of credit that enabled Freddie and Freddie to fuel the bubble.⁵⁵

Insomma, a seconda del punto di vista, per gli economisti appartenenti al *mainstream* macroeconomico contemporaneo, il settore pubblico è colpevole sia nel caso in cui non regolamenti il settore finanziario, sia nel caso in cui invece lo regolamenti:

There is an old saying: All roads lead to Rome. For American conservative economists, all roads lead to government. Government is to blame if it regulates and it is to blame if it does not. That is a hard rap to beat: guilty if you did and guilty if you did not.⁵⁶

In realtà, adottando una prospettiva ordoliberalista come quella di Sinn, si potrebbe argomentare che è possibile imputare al settore pubblico non solo la insufficiente regolamentazione dei coefficienti di patrimonializzazione delle banche, perché contraria al principio 'costitutivo' di responsabilità postulato da Eucken (Capitolo 5, paragrafo 1.2.1.), ma anche l'eccesso di regolamentazione che impone alle banche di destinare una certa quota di prestiti a determinati gruppi sociali disagiati o a determinate minoranze etniche, perché non conforme alle leggi di funzionamento del mercato.

Tuttavia, questa argomentazione è ambigua, perché, da un lato, si immagina di poter definire un insieme di regole giuridiche conformi al corretto funzionamento

⁵⁵ *Ibidem*, pp. 80, 81-82.

⁵⁶ *Ibidem*, p. 94.

dei meccanismi di mercato identificati dalla tradizione neoclassica. Dall'altro, invece, si afferma che, in assenza di tali regole, gli agenti economici sarebbero indotti a tenere comportamenti speculativi contrari alle conclusioni della teoria ortodossa dei mercati dei capitali, sostanzialmente avvalorando l'ipotesi che la speculazione rappresenti a tutti gli effetti un elemento costitutivo delle moderne economie di mercato. Secondo la teoria ortodossa della finanza, infatti, la banca non crea rischi speculando sulla capacità di rimborso dei debitori e sul valore delle attività finanziarie, ma facilita il trasferimento delle risorse risparmiate ai suoi potenziali utilizzatori attraverso la riduzione, se non proprio l'eliminazione, dei problemi derivanti dalla presenza di asimmetrie informative. Inoltre, le bolle speculative sono considerate come una manifestazione di comportamenti razionali che rappresentano un allontanamento soltanto temporaneo, di breve periodo, dal valore 'corretto' generalmente attribuito dal mercato a una attività finanziaria.

3.2. La crisi nel mondo 'keynesiano' di breve periodo

3.2.1. Dall'ipotesi del 'savings glut' all'ipotesi del 'money glut'

L'analisi in termini reali che caratterizza l'approccio intertemporale alla bilancia dei pagamenti sottostante alle spiegazioni delle origini della crisi elaborate da Bernanke e da Sinn, è stata recentemente sottoposta a una serrata critica da parte di Claudio Borio e Piti Disyatat, perché, secondo i due economisti della BIS, essa induce a non cogliere le differenze tra i concetti di *risparmio* e di *finanziamento*.

Borio e Disyatat sottolineano che gli investimenti necessitano di finanziamenti e non di risparmi, e che i finanziamenti sono necessari alla realizzazione di ogni atto di spesa, anche di quelli che non sono collegati ai flussi di reddito, come, per esempio, l'acquisto di attività finanziarie e immobiliari già esistenti. Essi, inoltre, osservano che, per cogliere la distinzione tra risparmi e finanziamenti, si deve guardare al ruolo svolto dalle banche nella creazione di nuovo potere di acquisto. Solo in questo modo è possibile fare emergere con chiarezza le discrepanze tra l'offerta di risparmio e l'offerta di credito. Infatti, nei periodi ascendenti di un ciclo finanziario la variazione netta dello stock di credito eccede considerevolmente il livello del reddito e, quindi, in misura ancora maggiore, il livello dei risparmi, che rappresenta soltanto una frazione del reddito nazionale. Borio e Disyatat concludono che, per comprendere gli episodi di instabilità finanziaria, non è sufficiente guardare agli squilibri di parte corrente. Questi ultimi rappresentano esclusivamente trasferimenti netti di risorse reali corrispondenti a flussi di capitali netti. La considerazione dei flussi di capitali lordi offre invece preziose informazioni sulla reale provenienza e sulla dimensione dei fondi che finanziano tutti gli atti di spesa di un paese, non solo quelli legati all'acquisto di beni capitali:

[...] current accounts are seen as both a gauge of *how much* financing an economy obtains from abroad and of the *direction* of that financing, with surplus countries lending to deficit ones. [...] This pervasive, if not ubiquitous, perspective inspires the intertemporal equilibrium approach to the current account [...]. [...] Households set their consumption to smooth it over time, ie to avoid volatility; investment takes place so as to maximise returns across countries, seeking the most productive opportunities. The current account permits the decoupling: if a country has a temporarily high income and/or few investment opportunities, it runs current account surpluses and vice versa. [...] Thus, a current account imbalance is synonymous with foreign borrowing and lending [...]. Fundamentally, though, goods are exchanged for goods directly: “bonds” are simply claims on future goods. There is no monetary constraint requiring goods to be exchanged for money [...]. Such interpretations are in large part based on the textbook loanable funds perspective of finance, couched purely in terms of saving and investment flows. [...] But saving and financing are not equivalent in general. [...] Saving, a national accounts concept, is simply income (output) not consumed; financing, a cash flow concept, is access to purchasing power in the form of an accepted settlement medium (money), including through borrowing. Investment, and expenditures more generally, require financing, not saving. And financing is a gross, not a net, concept: financing is necessary for all sorts of purchases, well beyond those associated with income flows, including those of existing financial and real assets. Put differently, there is a corresponding distinction between a *resource* and a *financing* constraint. Saving alleviates an economy’s *resource constraint*: if people did not abstain from consuming, they would not release real resources that could be used to invest; cash flows alleviate an economy’s *financing constraint*: in their absence, no spending could take place. This applies both domestically – to a closed economy – and across borders. And it is what makes it misleading to think of the current account – the gap between domestic saving and investment – as telling whether a country is lending (if in surplus) or borrowing (if in deficit). The current account is simply telling us whether a country is, on net, releasing resources to the rest of the world (if in surplus) or drawing on it for those resources (if in deficit). But the corresponding expenditures could be financed *entirely* at home or abroad, *regardless* of the current account position. [...] current accounts are in effect silent about financing patterns. They reflect net wealth transfers, not financing flows. As such, they can tell us little about how much of the investment carried out in a given country is financed from abroad, let alone from which country [...]. [...] This distinction is precisely what is lost in the prevailing analytical frameworks, which have tended to treat money and finance as veils of little or no consequence. [...] most prevailing models also overlook the role of banks in endogenously creating purchasing power and hence financing, which would make the distinction between saving and financing even clearer.⁵⁷ In fact, the link between saving and credit is very loose. For instance, [...] during financial booms the credit-to-GDP gap tends to rise substantially. This means that the net change in the credit stock exceeds income by a considerable margin, and

⁵⁷ Borio e Disyatat (2015), pp. 1-2, 4, 6-7. Per una formalizzazione delle implicazioni derivanti dalla distinzione tra i concetti di risparmio e di investimento, sia in una economia chiusa che in una economia aperta agli scambi con l'estero, si vedano i modelli presentati alle pagine 6-17.

hence saving by an even larger one, as saving is only a small portion of that income.⁵⁸ [...] By looking at gross capital flows and at the salient trends in international banking activity, we [can see] how financial vulnerabilities [are] largely unrelated to – or, at least, not captured by global current imbalances.⁵⁹

A conferma della loro tesi, Borio e Disyatat mostrano che, se l'accento cade sui flussi di capitali lordi, e non su quelli netti, la tesi di Bernanke, secondo cui l'origine della crisi dei mutui *subprime* scoppiata negli Stati Uniti nell'estate del 2007 debba essere ricondotta all'eccessiva accumulazione di risparmi nei paesi esportatori di petrolio e in quelli asiatici emergenti (Capitolo 3, paragrafo 2.1.), non regge:

[...] the geographical breakdown of capital inflows into the US in the run-up to the crisis is hardly consistent with the [excess saving] view. By far the most important source was Europe, not emerging markets. Europe accounted for around one-half of total inflows in 2007 [...]. Of this, more than half came from the United Kingdom, a country running a current account deficit, and roughly one-third from the euro area, a region roughly in balance. This amount alone exceeded that from China and by an even larger margin that from Japan, two large surplus economies. Similarly, the Middle East and OPEC countries accounted for a small portion of the inflows. From this perspective, the role of Asia – in particular China – and oil exporters in “funding” the US current account deficit or the credit boom do not seem particularly significant.⁶⁰

Per analogia al caso statunitense, anche nel caso dei paesi ‘periferici’ dell'Eurozona il segno del saldo delle partite correnti non fornisce alcuna informazione sulle fonti di finanziamento che sono alla base dell'accumulo di debiti pubblici e, soprattutto, privati documentato nella tabella 3.⁶¹

⁵⁸ Borio (2012), p. 12.

⁵⁹ Borio e Disyatat (2011), p. 1.

⁶⁰ *Ibidem*, p. 15, si confrontino anche i grafici alla pagina 14. Per una approfondita analisi sulla relazione tra flussi di capitali internazionali lordi, fluttuazioni cicliche del reddito e dell'occupazione e crisi finanziarie, relativamente a un campione di 103 paesi monitorati nel periodo 1970-2009, si veda Broner *et alia* (2013).

⁶¹ Il ruolo svolto dai flussi di capitali lordi e dai flussi di capitali netti dopo l'introduzione dell'euro, sia nel periodo precedente che in quello successivo allo scoppio della Grande recessione, è documentato in modo dettagliato in Lane (2013): “The first decade of the euro coincided with extraordinary global growth in international financial trade. Indeed, the euro area was in the vanguard of the financial globalisation boom, with the elimination of intra-area currency risk additionally stimulating international financial integration, over and above the global factors that were at work across the set of advanced economies [...]. This boom gathered pace from 2003 onwards and was especially pronounced in relation to international debt flows. In addition to the spectacular increase in the scale of gross flows, persistent and large-scale net financial imbalances within the euro area (and across the broader European region) also emerged during this period. Since the final quarter of 2008, these trends have gone into sharp reverse. The scale of gross private-sector capital flows has plummeted, while net imbalances have contracted sharply.” (Lane (2013), p. 2)

Per capire le radici della crisi finanziaria scoppiata negli Stati Uniti e dell'accumulo di debiti pubblici e privati nei paesi 'periferici' dell'Eurozona nel periodo che ha preceduto lo scoppio della crisi, è quindi necessario abbandonare le analisi condotte in termini reali per tenere esplicitamente conto dei fattori monetari e finanziari. A questo proposito, Borio e Disyatat puntano l'indice sull'eccessiva estensione dei margini di elasticità della capacità di finanziamento del sistema creditizio e finanziario internazionale:

Once attention shifts from current account balances to the gross financing flows that underpin economic activity, monetary and financial factors take centre stage. A core question is whether the global economy has anchors in place that can prevent the overall expansion of credit, and external funding more generally, from fuelling the unsustainable build-up of financial imbalances. [...] The roots of the recent financial crisis can be traced to a global credit and asset price boom on the back of aggressive risk-taking. Our key hypothesis is that the international monetary and financial system lacks sufficiently strong anchors to prevent such unsustainable booms, resulting in what we call "excess elasticity". We conjecture that the main macroeconomic cause of the financial crisis was not "excess saving" but the "excess elasticity" of the monetary and financial regimes in place. In this context, the role of an inadequate framework of regulation and supervision has already been widely recognised [...]. By contrast, that of monetary policy frameworks has received less attention. Here we elaborate on the crucial role played by low policy interest rates worldwide in accommodating the credit boom.⁶²

Anche secondo questa diversa prospettiva, le responsabilità pubbliche per lo scoppio della crisi possono essere ricondotte ai difetti e/o agli eccessi della regolamentazione in materia finanziaria, ma non tanto perché avrebbero distorto i meccanismi di allocazione di risorse precedentemente risparmiate, quanto perché avrebbero amplificato gli effetti prodotti dalla politica di bassi tassi di interesse praticata dalla Fed e dalla Bce.⁶³ Le condizioni di accesso troppo favorevoli ai prestiti presso le rispettive banche centrali avrebbero consentito agli istituti finanziari statunitensi ed europei di disporre di una quantità sovrabbondante di liquidità che avrebbe causato l'intreccio tra le bolle creditizie e le bolle speculative osservate negli anni che hanno preceduto lo scoppio della crisi. La Grande recessione e la crisi nell'Eurozona non sarebbero quindi figlie di un eccessivo

⁶² Borio e Disyatat (2011), pp. 2, 24.

⁶³ "Se la recente crisi economica e finanziaria deriva dalla congiunzione di più cause, quella senza cui le altre non sarebbero potute esistere risiede nella *straordinaria instabilità della politica monetaria praticata negli Stati Uniti*, ma anche in altre parti del mondo." (Salin (2009a) [2011], p. 7)

accumulo di risparmi (*savings glut*), bensì di una sproporzionata creazione di mezzi monetari (*money glut*).⁶⁴

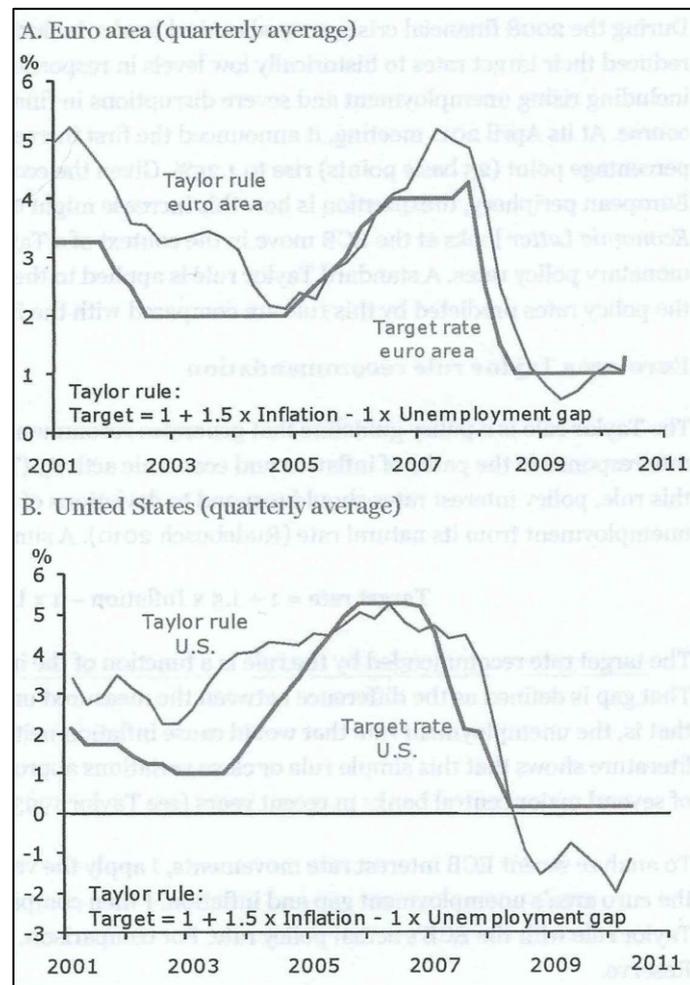


Figura 41 – Tassi di interesse monetari ufficiali fissati dalla Fed e dalla Bce in confronto alle previsioni della regola di Taylor, 2001-2011 (Fonte: Nechio (2011), p. 2)

L'analisi di Borio e Disyatat fa espresso riferimento alle similitudini tra la teoria monetaria e creditizia di Wicksell e le caratteristiche del moderno modello macroeconomico del 'consenso' illustrate nel capitolo precedente:

⁶⁴ Per una descrizione dettagliata di queste due interpretazioni si veda Florio, Lossani e Nardozi (2013). Una descrizione più sintetica, riferita al solo caso statunitense, si trova in Wolf M. (2007). Per quanto riguarda la realtà statunitense, la tesi del *money glut* è stata sostenuta con particolare vigore da John Taylor (2009). Analoghe critiche alla politica monetaria condotta dalla Bce negli anni che hanno preceduto lo scoppio della Grande recessione, sono invece state formulate da Nechio (2011) e Huerta de Soto (2012).

The distinction between natural and market interest rate has a long history in economic thought, although the specific definition of the natural rate is necessarily model-dependent. To Wicksell [...] the natural rate is that which equals saving and investment at full employment [...]. In today's popular New Keynesian paradigm, it is the equilibrium real interest rate that would obtain in an economy without nominal rigidities, and hence with fully flexible prices [...]. [...] If anything, the [...] full-blown financial crisis suggests that the unusually rapid credit expansion was a sign that market rates were *below* the natural rate. Indeed, the expansion of credit was part and parcel of Wicksell's "cumulative process" resulting from market rates lower than the natural rate.⁶⁵

Nel periodo che ha preceduto lo scoppio della crisi, la discrepanza tra i tassi di interesse monetari e i tassi di interesse 'naturali' corrispondenti all'equilibrio tra i risparmi e gli investimenti negli Stati Uniti e nell'area dell'euro troverebbe conferma nella differenza tra i tassi di interesse ufficiali fissati dalla Fed e dalla Bce e i tassi di interesse invece richiesti da una corretta applicazione della *regola di Taylor* (figura 41). La politica monetaria eccessivamente espansiva della Fed e della Bce avrebbe quindi consentito che, negli Stati Uniti e nei paesi dell'Eurozona, la produzione di moneta di origine bancaria si traducesse in un eccesso delle disponibilità monetarie rispetto alla scarsa disponibilità di risorse reali non consumate.

Come abbiamo visto nel settimo capitolo, partendo da una condizione di piena occupazione, nel mondo di Wicksell una discrepanza di questo tipo dà luogo a un eccesso della domanda aggregata sull'offerta aggregata che si traduce in un processo inflazionistico cumulativo destinato ad arrestarsi soltanto quando le autorità monetarie riportano il livello del tasso di interesse monetario in linea con il livello del tasso di interesse 'naturale'.

L'analisi di Wicksell è di scarso aiuto ai fini della spiegazione della Grande recessione e della crisi nell'Eurozona, perché, negli anni che hanno preceduto lo scoppio della crisi, negli Stati Uniti e in Europa la supposta differenza tra i tassi di interesse monetari e quelli 'naturali' non solo non è stata accompagnata da un aumento cumulativo dell'inflazione, ma, in corrispondenza del punto di svolta del ciclo finanziario, essa ha infine condotto a un drammatico crollo della domanda aggregata.

Inoltre, le caratteristiche strutturali del modello neo-wickselliano della 'nuova' sintesi neoclassica implicano che, nel caso di una differenza tra il tasso di interesse monetario e il tasso di interesse 'naturale', gli effetti di una politica monetaria eccessivamente espansiva si producano nel mondo di breve periodo 'keynesiano' in cui vale il principio della domanda effettiva, e non più nel mondo di medio periodo dell'equilibrio (macro)economico 'wickselliano' in cui, invece, vale la legge di Say. Come abbiamo visto nel capitolo precedente (paragrafo 3.), la natura 'bicefala' dei

⁶⁵ Borio e Disyatat (2011), pp. 21-22.

modelli di ‘sintesi’ che tentano di tenere insieme questi due mondi apparentemente inconciliabili può essere fatta risalire alle contraddizioni che emergono dall’analisi condotta da Keynes nella *Teoria generale*. Le due interpretazioni sulle origini della Grande recessione e della crisi nell’Eurozona elaborate dagli economisti del *mainstream* macroeconomico contemporaneo rendono palesi queste contraddizioni, perché, inevitabilmente, esse portano a ignorare o il mondo di breve periodo ‘keynesiano’ o quello di medio periodo neoclassico.

E mentre le interpretazioni à la Bernanke e à la Sinn viste poco sopra, non consentono di superare l’evidente inconciliabilità tra le conclusioni della teoria ortodossa della banca e dell’intermediazione finanziaria e una realtà fattuale, quella delle economie di tipo capitalista, che appare contraddistinta dalla intrinseca presenza di fenomeni speculativi e da ricorrenti crisi finanziarie,⁶⁶ le interpretazioni à la Borio e Disyatat, se inserite nel contesto del modello della ‘nuova’ sintesi neoclassica, fanno cadere le premesse stesse della teoria ortodossa della finanza. Infatti, rispetto al mondo dell’equilibrio ‘naturale’ di medio periodo, nel mondo in cui vale il principio della domanda effettiva la relazione causale che lega il risparmio all’investimento è invertita (Capitolo 8, paragrafo 3.4.). Se l’investimento precede e determina il risparmio, viene però meno la validità di qualunque teoria della finanza basata sulla *intermediazione* (sia diretta che indiretta) della quota non consumata del reddito nazionale, o che faccia riferimento alla corrispondenza tra la scarsità delle risorse reali risparmiate e la disponibilità di mezzi monetari. In altre parole, nel mondo di breve periodo ‘keynesiano’ il finanziamento degli atti di spesa è necessariamente svincolato da qualunque considerazione relativa al risparmio.

Negli anni della sua presidenza alla Federal Reserve, Bernanke si è progressivamente allontanato dall’interpretazione che attribuisce le origini della crisi alla scorretta allocazione delle risorse risparmiate, ponendo invece l’attenzione sulla necessità di sviluppare ulteriormente la sottoclasse dei modelli macroeconomici DSGE, tra i quali quelli nati dal proprio lavoro di ricerca e dal lavoro svolto assieme ad alcuni suoi coautori, che si basano sullo studio delle relazioni tra la politica monetaria, il credito e le fluttuazioni del reddito e dell’occupazione:

[...] understanding the relationship between financial and economic stability in a macroeconomic context is a critical unfinished task for researchers. Earlier work that attempted to incorporate credit [...] into the study of economic fluctuations and the transmission of monetary policy represents one possible starting point. To give an example that I know particularly well, much of my own research as an academic (with coauthors such as Mark Gertler and Simon

⁶⁶ Per un approccio di tipo storico alle bolle speculative e alle crisi finanziarie, si vedano Kindleberger (1978), Kindleberger e Aliber (2005) e Galbraith John K. (1990).

Gilchrist) focused on the role of financial factors in propagating and amplifying business cycles.⁶⁷

Nel prossimo capitolo però vedremo che, guardando alla concezione ‘austriaca’ del ciclo economico e della crisi, è possibile fornire una interpretazione sulle cause della Grande recessione e della crisi nell’Eurozona partendo dalla distinzione wickselliana tra tasso di interesse monetario e tasso di interesse ‘naturale’, ma senza con ciò dover abbandonare le considerazioni riguardanti i meccanismi di allocazione delle risorse risparmiate.

3.2.2. *Bolle speculative e meccanismi di accelerazione finanziaria*

Bernanke ricorda come il suo interesse per la relazione tra la stabilità finanziaria e la stabilità macroeconomica risalga alla sua ricerca sui fattori finanziari che hanno aggravato la Grande depressione degli anni '30 del secolo scorso (Bernanke 1983). Partendo dai contributi dell'economia dell'informazione che evidenziano l'esistenza di asimmetrie informative tra le banche e i prenditori di fondi, egli giunse alla conclusione che la profondità e la durata della depressione fossero da attribuire, in primo luogo, al panico seguito al fallimento di numerose banche e alla conseguente stretta creditizia messa in atto dagli altri istituti di credito per impedire che i loro problemi di liquidità si trasformassero in problemi di solvibilità. Alla perdita e alla mancata valorizzazione del ‘capitale informativo’ sviluppato dalle banche attraverso le relazioni privilegiate intrattenute con la loro clientela, si aggiunsero però anche le conseguenze negative prodotte dalla caduta dei redditi e dalla deflazione sulla situazione di bilancio di tutti gli agenti economici, un'idea, questa, strettamente legata al concetto di ‘deflazione da debiti’ sviluppato da Irving Fisher nel 1933. Infatti, a giudizio di Bernanke, la minore solidità finanziaria dei prenditori di fondi accentuò la già marcata tendenza del sistema bancario a restringere l'offerta di crediti a famiglie e imprese:

In general, the availability of collateral facilitates credit extension. The ability of a financially healthy borrower to post collateral reduces the lender's risks and aligns the borrower's incentives with those of the lender. However, in the 1930s, declining output and falling prices (which increased real debt burdens) led to widespread financial distress among borrowers, lessening their capacity to pledge collateral or to otherwise retain significant equity interests in their proposed investments. Borrower's cash flows and liquidity were also impaired, which likewise increased the risks to lenders. Overall, the decline in the

⁶⁷ Bernanke (2010b), p. 3. Si confrontino, in particolare, Bernanke (1983, 1992-93), Bernanke e Blinder (1988), Bernanke e Gertler (1989, 1995), Bernanke e Lown (1991), e Bernanke, Gertler e Gilchrist (1996, 1999).

financial health of potential borrowers during the Depression decade further impeded the efficient allocation of credit. Incidentally, this information-based explanation of how the sharp deflation in prices in the 1930s may have had real effects was closely related to, and provided a formal rationale for, the idea of “debt-deflation”, advanced by Irving Fisher in the early 1930s [...].⁶⁸

Sulla scia di queste considerazioni, Bernanke e Gertler (1989) hanno sviluppato i concetti che caratterizzano il meccanismo del cosiddetto *acceleratore finanziario*, sottolineando che:

- (i) l'esistenza di costi legati alla selezione e al monitoraggio dei prenditori di fondi implica, per questi ultimi, una differenza tra il costo opportunità del finanziamento interno e quello esterno, e che
- (ii) l'entità del premio per il finanziamento esterno dipende inversamente dalla solidità della posizione finanziaria del prenditore di fondi (patrimonio netto, liquidità, flussi di cassa correnti e attesi).⁶⁹

Qualunque shock positivo (o negativo) da domanda, da offerta o di altra natura che incida sulla situazione patrimoniale o sui flussi di cassa del prenditore di fondi, sia esso una impresa o una famiglia, si traduce in una diminuzione (o in un aumento) del premio per il finanziamento esterno che spiega la persistenza e l'ampiezza delle fluttuazioni cicliche legate alla dinamica della spesa per investimenti e consumi. Da qui l'idea dell'esistenza di un meccanismo di accelerazione finanziaria:

In the hypothetical case that Gertler and I analyzed, an increase in productivity that improves the cash flows and balance sheet positions of firms leads in turn to lower external finance premiums in subsequent periods, which extends the expansion as firms are induced to continue investing after the initial productivity shock has dissipated. This “financial accelerator” effect applies in principle to any shock that affects borrower balance sheets or cash flows. The concept is useful in that it can help to explain the persistence and amplitude of cyclical fluctuations in a modern economy. [...] empirical studies of investment in structures, equipment, and inventories have often found that a firm’s cash flow significantly determines its level of investment [...]. [...] Financial

⁶⁸ Bernanke (2007a), p. 1.

⁶⁹ “[...] Mark Gertler and I showed that [...] [a] key concept [is that of the existence of an] external finance premium, defined as the difference between the cost to a borrower of raising funds externally and the opportunity cost of internal funds. External funds (raising funds from lenders) is virtually always more expensive than internal finance (using internally generated cash flows), because of the costs that outside lenders bear of evaluating borrowers’ prospects and monitoring their actions. Thus, the external finance premium is generally positive. Moreover, [our] theory predicts that the external finance premium that a borrower must pay should depend inversely on the strength of the borrower’s financial position, measured in terms of factors such as net worth, liquidity, and current and future expected cash flows. [...] Because of the good incentives that flow from the borrower’s having a significant stake in the enterprise and the associated reduction in the need for intensive evaluation and monitoring by the lender, borrowers in good financial condition generally pay a lower premium for external finance.” (*Ibidem*, p. 2)

accelerator effects need not be confined to firms and capital spending but may operate through household spending decisions as well. Household borrowers, like firms, presumably face an external finance premium, which is lower the stronger their financial position. For households, home equity is often a significant part of net worth. [...] If the financial accelerator hypothesis is correct, changes in home values may affect household borrowing and spending by somewhat more than suggested by the conventional wealth effect because changes in homeowners' net worth also affect their external finance premiums and thus their costs of credit.⁷⁰

Bernanke e i suoi coautori hanno inoltre sottolineato l'esistenza di un *canale creditizio* di trasmissione della politica monetaria, strettamente associato all'idea di accelerazione finanziaria, che si affianca al tradizionale *canale del tasso di interesse*.⁷¹ Infatti, una diminuzione del tasso di interesse orchestrata dalle autorità monetarie incide sui livelli della spesa aggregata e del reddito non solo in modo diretto, ma anche in modo indiretto, attraverso gli effetti prodotti sulla solidità della posizione finanziaria dei prenditori di fondi:

[...] the influence of monetary policy on real variables is greater than can be explained by the traditional "cost-of-capital" channel, which holds that monetary policy affects borrowing, investment, and spending decisions solely through its effects on the level of market interest rates. [...] the so-called credit channel, holds that monetary policy has additional effects because [...] changes in interest rates engineered by the central bank affect the values of the assets and the cash flows of potential borrowers and thus their creditworthiness, which in turn affects the external finance premium that borrowers face.⁷²

In alcuni modelli DSGE sviluppati assieme a Gertler e Gilchrist (1996, 1999), le idee sull'esistenza di un meccanismo di accelerazione finanziaria e di canali di trasmissione della politica monetaria alternativi a quelli tradizionali sono poi state accolte modellando la forma della funzione di domanda aggregata e, quindi, la forma della curva *IS* in modo tale da tenere conto della situazione patrimoniale delle imprese.⁷³

Dopo lo scoppio della crisi, gli effetti di accelerazione finanziaria derivanti dalla politica di bassi tassi di interesse condotta dalla Fed e dalla Bce sono stati associati allo sviluppo di bolle speculative che hanno inciso in senso prima positivo e poi

⁷⁰ *Ibidem*.

⁷¹ Sul cosiddetto *credit channel* di trasmissione della politica monetaria si vedano, oltre a Bernanke (2007a), Bernanke e Gertler (1995), Disyatat (2008), Nilsen (2002) e Meltzer (1995).

⁷² *Ibidem*, p. 4.

⁷³ Ispirandosi a un lavoro di Bernanke e Blinder (1988), Boitani (2014, pp. 380-386) ha sviluppato un semplice modello lineare, molto efficace sul piano espositivo, in cui la spesa per investimenti delle imprese è condizionata oltre che dal tasso di interesse fissato dalle autorità monetarie, anche dal premio per il finanziamento esterno, dato dalla differenza tra il tasso di *policy* (rappresentativo del costo opportunità legato al finanziamento con fondi interni) e il tasso sui prestiti bancari.

negativo sulla solidità patrimoniale delle famiglie e delle grandi banche universali internazionali. Gli economisti del *mainstream* macroeconomico contemporaneo che spiegano le origini della Grande recessione e della crisi nell'Eurozona puntando il dito sul carattere eccessivamente espansivo della politica monetaria quindi riconoscono esplicitamente l'esistenza di fenomeni speculativi connaturati ai meccanismi di funzionamento delle moderne economie di mercato.

Carlin e Soskice, per esempio, sottolineano come, negli ultimi cento anni, le bolle speculative abbiano caratterizzato soprattutto le dinamiche dei mercati immobiliari e dei mercati di borsa. Ma la speculazione può riguardare qualunque attività che offra prospettive di arricchimento e di profitto. Essi, infatti, illustrano le caratteristiche dei mercati speculativi facendo riferimento alla bolla dei tulipani che si sviluppò a metà del XVII secolo nei Paesi Bassi:

[...] financial crises are not a new phenomenon. Historically, crises have frequently, but not always, been predicted by asset price bubbles. [...] Notice that asset price bubbles have occurred across a wide variety of countries and time periods. The bubbles of the last 100 years have predominantly been focused on real estate, stocks and foreign investment. [...] Here, a positive price shock in time t is followed by a higher price in period $t + 1$. How can this happen? It can only happen in the market for a durable good or asset that can be stored and we will take the [famous example of the tulip bulb bubble of the 17th century]. If the conviction takes hold that the price of tulip bulbs will increase further, then this leads the demand curve to shift up [...]. The reason for the upward shift in the demand curve is that agents believe the price of tulip bulbs will go up further. If this happens, then holding more tulip bulbs is a good strategy: there will be a capital gain from holding them because they can be sold later at a higher price than the price paid to acquire them.⁷⁴

Negli anni che hanno preceduto lo scoppio della crisi, la sovrabbondanza di liquidità generata dal sistema bancario statunitense e da quello europeo per effetto della politica monetaria eccessivamente espansiva della Fed e della Bce, ha alimentato la domanda di case di vecchia e di nuova costruzione. Immaginando di inserire la domanda per investimenti in immobili residenziali nella funzione di domanda aggregata, la caduta dei tassi di interesse fissati dalla Fed e dalla Bce si è quindi tradotta in un movimento lungo la *IS*.

L'aumento del prezzo degli immobili ha rafforzato la situazione patrimoniale delle famiglie e il valore delle loro garanzie collaterali, dando luogo a un meccanismo di accelerazione finanziaria che ha prodotto un duplice effetto. Da un lato, le famiglie hanno potuto accedere a nuovi prestiti, destinati in parte all'acquisto di beni di consumo e in parte all'acquisto di altri beni immobili. Pertanto, a parità di altre condizioni, la *IS* si è spostata verso destra, *amplificando* l'iniziale impatto della caduta

⁷⁴ Carlin e Soskice (2015), pp. 194-195, 197.

dei tassi di interesse sui livelli del reddito e dell'occupazione. Dall'altro lato, i prezzi degli immobili hanno subito un nuovo aumento che ha *propagato* lo shock iniziale, interagendo con i meccanismi che generano lo sviluppo di una classica bolla speculativa.⁷⁵

Negli anni precedenti la Grande recessione e la successiva crisi nell'Eurozona, gli effetti di accelerazione finanziaria sul livello della domanda aggregata associati alla politica di bassi tassi di interesse praticata dalla Fed e dalla Bce non sono però stati seguiti da un aumento dell'inflazione. A questo proposito, Florio, Lossani e Nardozi osservano che la stabilità che ha contraddistinto il periodo della Grande moderazione è dipesa più che da una riguadagnata saggezza delle autorità monetarie, da specifiche circostanze storiche legate al processo di globalizzazione:

[...] la *Great Moderation* [è] un fenomeno storico inizialmente determinato dalla reazione, presto diffusa in altri Paesi, dell'amministrazione americana all'alta inflazione degli anni Settanta [...]. [...] D'altra parte, bisogna anche sottolineare che la globalizzazione, a partire dagli anni Novanta, ha contribuito [...] [ai] cambiamenti strutturali portati su scala mondiale dall'integrazione del mercato dei beni, degli *input* e della finanza. La concorrenza è stata favorita dalla maggiore sostituibilità tra i beni prodotti in diversi Paesi, assieme alla liberalizzazione del commercio. Inoltre, gli sviluppi tecnologici nella gestione della *supply-chain* e la più alta mobilità di capitali hanno portato ad una più stretta integrazione del mercato del lavoro, permettendo così la delocalizzazione dei processi produttivi nei paesi con salari più bassi. [...] I salari sono stati contenuti dai più sostenuti flussi migratori e dalla (minaccia di) riallocazione della produzione verso i paesi con basse remunerazioni del lavoro. Ne è risultato un processo di disinflazione globale. [...] L'impatto moderatore della globalizzazione sull'inflazione rientra nella scena che ha preparato la crisi finanziaria nella prima metà degli anni Duemila [...]. [...] una spiegazione corrente delle diverse bolle (del mercato azionario, immobiliare,

⁷⁵ "By definition, a credit-constrained household will spend more when the credit constraint is relaxed. This provides a connection between a change in asset price, the extent of credit constraints and household spending, that is, between a change in asset price and the *IS* curve. The financial accelerator is a positive feedback process through which a change in the price of an asset affects the macroeconomy. [...] The credit constraints facing a household depend on the value of the collateral it has. The value of its collateral is its net worth, which [...] is the difference between the value of the house and the size of the mortgage. [...] A positive shock to house prices relaxes credit constraints. [...] Households borrow more. [...] Some of this borrowing is used for consumption and some is used to buy more housing, both existing houses and newly constructed ones. [...] The financial accelerator is a positive feedback process because on the basis of an initial [...] rise in the price of the asset (in this case, the house), a key constraint limiting the household's desired spending – including on housing – is relaxed. This has two important effects. It *amplifies* the business cycle because it stimulates spending by previously credit-constrained people. The shift will be reinforced by the increase in construction (e.g. new house building) that accompanies the rise in demand for housing (e.g. USA, Ireland and Spain in the 2000s). Second, it feeds back to push house prices up further. The second effect propagates the shock because it relaxes the credit constraints by increasing the value of the collateral, and allows the positive feedback process to continue." (*Ibidem*, p. 198)

del credito) che hanno segnato gli anni precedenti la crisi si basa sugli squilibri provocati dalla grande liquidità immessa dalle banche centrali [...]. A causa della pressione verso il basso sulla tradizionale inflazione al consumo esercitata dall'apertura delle economie emergenti, le banche centrali nei paesi ricchi sono state in grado di mantenere una politica monetaria espansiva continuando allo stesso tempo a soddisfare il loro obiettivo di stabilità dei prezzi al consumo ma provocando un aumento di quelli degli asset.⁷⁶

Negli anni della Grande moderazione, in molti paesi avanzati gli effetti depressivi sulla domanda aggregata causati dalla stagnazione dei salari sarebbero quindi stati compensati dagli effetti espansivi legati al finanziamento degli investimenti residenziali. Raghuram Rajan, uno dei più prestigiosi economisti dell'ortodossia accademica contemporanea, spiega l'erosione della capacità di spesa delle classi medio-basse nei paesi avanzati con la perdita di competenze lavorative legate al progresso tecnologico. Piuttosto che rispondere attraverso la realizzazione di un adeguato sistema di istruzione, la classe politica avrebbe preferito garantire una maggiore facilità di accesso al credito e alla proprietà immobiliare:

[...] il progresso tecnologico richied[e] alla forza lavoro di avere qualifiche sempre maggiori [...], [ma] il sistema di istruzione [...] non è riuscito finora a fornire una quantità sufficiente di lavoratori con il grado di istruzione necessario. [...] Le conseguenze che la classe media vive tutti i giorni si concretizzano in una busta paga stagnante e in una crescente insicurezza rispetto al lavoro. I politici avvertono le difficoltà dei loro elettori, ma è molto difficile migliorare la qualità dell'istruzione, perché [...] [q]ualunque cambiamento [...] avrebbe bisogno di anni per produrre qualche effetto [...]. Così, i politici hanno cercato, o sono stati indotti a cercare, altri modi, più veloci per placare i loro elettori. Da tempo, ormai abbiamo capito che non è il reddito che conta, ma i consumi: ridotto all'essenziale il ragionamento è che, se in qualche modo i consumi delle famiglie della classe media reggono [...] forse faranno meno attenzione alla stagnazione della paga mensile. La risposta politica al crescere della disuguaglianza [...] ha dunque puntato a espandere il credito alle famiglie [...]. [...] il basso livello dei tassi di interesse si è sommato agli incentivi [...] forniti dal sostegno governativo al settore degli alloggi per acquirenti a basso reddito e ha alimentato una straordinaria espansione immobiliare così come un crescente indebitamento. [...] il credito facile [...] e l'estensione della proprietà immobiliare [...] alle famiglie a basso e medio reddito è stata la difendibile chiave di volta che ha consentito di perseguire lo scopo più ampio dell'espansione [...] dei consumi.⁷⁷

Ma gli economisti eterodossi contestano l'interpretazione di Rajan, facendo notare che, nelle maggiori economie avanzate, la caduta della quota del reddito nazionale distribuita al lavoro, e la correlata diminuzione degli investimenti

⁷⁶ Florio, Lossani e Nardozi (2013), pp. 21-23, 33.

⁷⁷ Rajan (2010) [2012], pp. 14-15, 25.

produttivi, rappresenta una tendenza di lungo periodo (figure 42 e 43) legata all'affermazione del paradigma neoliberale anglosassone.

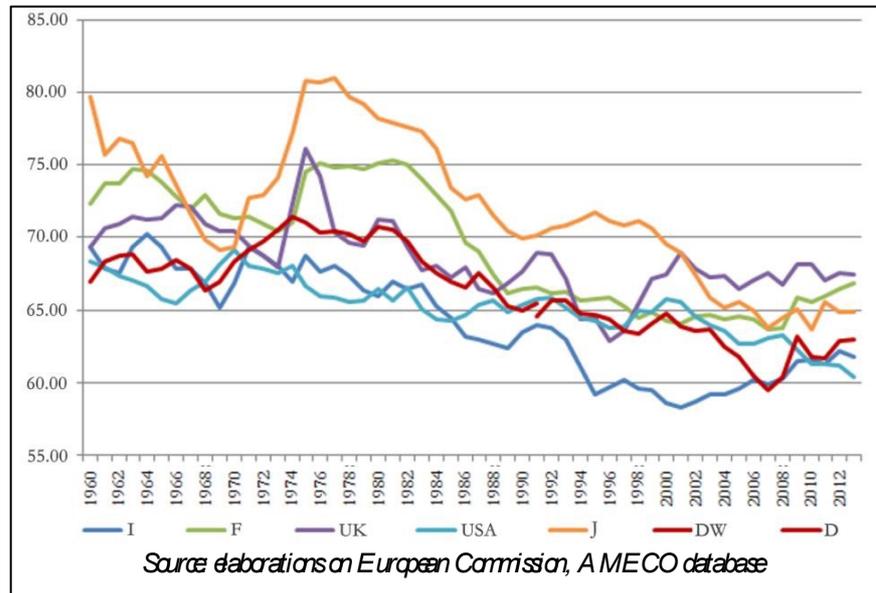


Figura 42 – Quota del reddito distribuita al lavoro salariato nelle maggiori economie avanzate, 1960-2013
(Fonte: Garofoli (2017), p. 47)

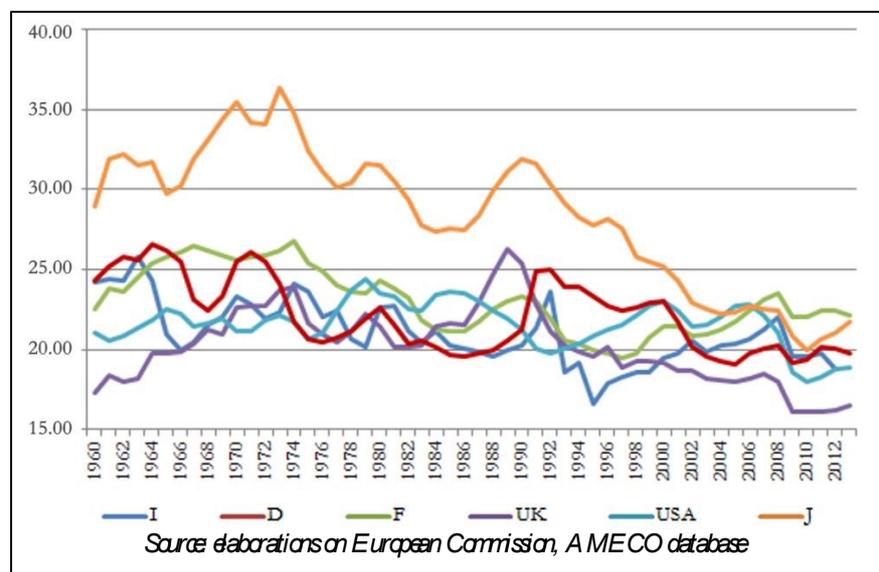


Figura 43 – Investimenti in rapporto al Pil nelle maggiori economie avanzate, 1960-2013
(Fonte: Garofoli (2017), p. 47)

La crisi deve quindi considerarsi come il risultato della sostituzione di un modello di crescita virtuoso, fondato sulla piena occupazione, e caratterizzato dai guadagni di produttività derivanti dagli investimenti produttivi, con un modello di crescita ispirato alla controrivoluzione monetarista seguita alla stagflazione degli anni '70 del secolo scorso, fondato esclusivamente sulla stabilizzazione del tasso di inflazione. In questo secondo modello il livello della domanda aggregata ha cessato di dipendere dalla dinamica congiunta della produttività e dei salari, finendo invece per dipendere dall'indebitamento, dalle bolle speculative e dall'importazione di beni a basso costo dalle economie emergenti:

Before 1980, economic policy was designed to achieve full employment, and the economy was characterized by a system in which wages grew with productivity. This configuration created a virtuous circle of growth. Rising wages meant robust aggregate demand, which contributed to full employment. Full employment in turn provided an incentive to invest, which raised productivity, thereby supporting higher wages. After 1980, with the advent of the new growth model, the commitment to full employment was abandoned as inflationary, with the result that the link between productivity growth and wages was severed. In place of wage growth as the engine of demand growth, the new model substituted borrowing and asset price inflation. Adherents of the new orthodoxy made controlling inflation their primary policy concern, and set about attacking unions, the minimum wage, and other worker protections. Meanwhile, globalization brought increased foreign competition from lower-wage economies and the prospect of offshoring of employment. The new neoliberal model was built on financial booms and cheap imports. Financial booms provide consumers and firms with collateral to support debt-financed spending. Borrowing is also sustained by financial innovation and deregulation that ensures a flow of new financial products, allowing increased leverage and widening the range of assets that can be collateralized. Meanwhile, cheap imports ameliorate the impact of wage stagnation, thereby maintaining political support for the model.⁷⁸

Nei paesi avanzati, il punto di svolta superiore del ciclo finanziario che ha preceduto lo scoppio della Grande recessione è stato raggiunto quando la pressione delle componenti della spesa aggregata legate allo sviluppo delle bolle speculative ha cominciato a produrre segnali di inflazione. Per far fronte alla minaccia di tensioni inflazionistiche, la Fed cominciò ad aumentare il tasso sui fondi federali, portandolo dall'1% nel giugno del 2004 fino al 5,25% nel giugno del 2006. Il passaggio a una politica monetaria restrittiva fu presto imitato dalla Bce (figura 41).

L'inversione di rotta nella condotta della politica monetaria della Fed e della Bce ha determinato lo scoppio quasi sincronizzato delle bolle immobiliari che si erano

⁷⁸ Palley (2012), p. 34. Per quanto concerne specificatamente i paesi aderenti all'Unione europea, si confronti Palley (2013b).

formate negli Stati Uniti e in Europa (figura 39), dando così avvio alla Grande recessione (Capitolo 1).

L'aumento dei tassi di interesse ha infatti determinato una diminuzione della domanda di case di vecchia e di nuova costruzione. La caduta della domanda per investimenti in immobili residenziali si è quindi tradotta in un movimento a ritroso lungo la *IS*. Gli economisti ortodossi che attribuiscono le responsabilità della crisi soprattutto agli errori di politica monetaria commessi dalla Fed e dalla Bce sottolineano come la diminuzione del prezzo degli immobili metta in moto meccanismi di accelerazione finanziaria opposti a quelli che hanno caratterizzato la fase ascendente del ciclo finanziario. Da un lato, il peggioramento della situazione patrimoniale delle famiglie le priva delle garanzie collaterali per accedere a nuovi prestiti per finanziare l'acquisto di beni di consumo e di altri beni immobili. Ciò provoca uno spostamento della *IS* verso sinistra che *amplifica* l'impatto iniziale dell'aumento dei tassi di interesse sui livelli del reddito e dell'occupazione. Dall'altro, i prezzi degli immobili subiscono una ulteriore diminuzione che *propaga* lo shock iniziale.

L'esempio della stagnazione ventennale che ha colpito il Giappone dai primi anni '90 del secolo scorso ha indotto l'economista giapponese Richard Koo (2008, 2011, 2014, 2015) a coniare il termine *balance sheet recession*, per caratterizzare le recessioni che seguono lo scoppio di una grande bolla speculativa. Koo sottolinea che l'impoverimento che segue lo scoppio della bolla, obbliga le famiglie e le imprese indebitate a ridurre il loro livello di indebitamento attraverso un aumento dei risparmi:

The key difference between an ordinary recession and one that can produce a lost decade is that in the latter, a large portion of the private sector is actually minimizing debt [...] following the bursting of a nation-wide asset price bubble. When a debt-financed bubble bursts, asset prices collapse while liabilities remain, leaving millions of private sector balance sheets underwater. In order to regain their financial health and credit ratings, households and businesses are forced to repair their balance sheets by increasing savings or paying down debt. This act of deleveraging reduces aggregate demand and throws the economy into a very special type of recession.⁷⁹

L'aumento della propensione al risparmio quindi accentua gli effetti moltiplicativi negativi derivanti da una riduzione delle componenti della domanda aggregata finanziate a debito, andando a incidere non soltanto sulla posizione, ma anche sulla pendenza della curva *IS*.

⁷⁹ Koo (2011), p. 19. Sull'argomento si vedano anche Mian e Sufi (2014) e Jordà, Schularick e Taylor (2014).

Lo scoppio di una bolla speculativa tuttavia non si ripercuote soltanto sui bilanci dei prenditori di fondi, ma anche su quelli delle banche che hanno concesso i prestiti. In generale, lo scoppio di una bolla speculativa e la conseguente crisi economica fanno emergere la fragilità finanziaria dei prenditori di fondi, alcuni dei quali non riescono a rimborsare i loro debiti con le banche. Le perdite sul portafoglio prestiti obbligano le banche a ripristinare adeguate condizioni patrimoniali attraverso la vendita di una parte delle loro attività o attraverso un taglio ai prestiti alla clientela. La contrazione dell'offerta di credito (*credit crunch*) derivante dal peggioramento della situazione patrimoniale delle banche si aggiunge a quella legata alla riduzione del valore delle garanzie collaterali dei prenditori di fondi, provocando perciò una ulteriore caduta della domanda aggregata (ovvero una accentuazione dello spostamento della curva *IS* verso sinistra).

Dopo lo scoppio delle bolle immobiliari negli Stati Uniti e in Europa, gli effetti depressivi prodotti dal peggioramento della situazione di bilancio delle banche sono stati particolarmente pesanti. Carlin e Soskice (2015) infatti sottolineano che, durante la fase ascendente del ciclo finanziario, meccanismi di accelerazione finanziaria simili a quelli che hanno interessato le famiglie hanno interessato anche le grandi banche universali internazionali. Rassicurate dalla stabilità dell'ambiente macroeconomico e dalla (teorica) riduzione di rischio associata al processo di cartolarizzazione, queste ultime hanno investito massicciamente nei titoli derivati costruiti partendo dai mutui immobiliari concessi alle famiglie. Come nel caso degli immobili, durante la fase ascendente del ciclo finanziario gli aumenti di prezzo di questi titoli hanno rafforzato le garanzie collaterali con le quali le banche potevano aumentare il loro livello di indebitamento per acquistare altri titoli dello stesso tipo. Tuttavia, proprio come le famiglie, le banche non si sono accontentate di mantenere un livello di leva finanziaria costante, ma lo hanno continuamente aumentato, speculando sull'aumento di rendimento del capitale proprio che ne sarebbe derivato. Quando, con lo scoppio della bolla immobiliare e il fallimento di numerosi mutuatari, il prezzo dei titoli strutturati è crollato, minacciando la solvibilità delle banche, queste ultime hanno reagito con una stretta creditizia ancora più accentuata di quella che ha sempre accompagnato le crisi bancarie associate allo scoppio di una bolla speculativa.⁸⁰

⁸⁰ "The downswing of the [the bank leverage-centred feedback process is triggered by a] reversal in the upward trend of house prices [...]. Risk goes up. [...] The demand for securitized assets falls relative to the supply and the price of the financial asset falls. Given the extent of borrowing by the [...] banks, a sufficient fall in the price of the [...] asset would cause the [bank] to become insolvent. [...] Banks will sell assets and call in loans in order to strengthen their weakened balance sheets. These actions will dampen aggregate demand through the IS relation [...]. Just as the financial accelerator process fuelled the upswing, it amplifies and propagates the downswing." (Carlin e Soskice (2015), p. 202)

CAPITOLO 12

La teoria ‘austriaca’ del ciclo e della crisi

1. I fondamenti microeconomici dei disordini macroeconomici

Per gli economisti di scuola ‘austriaca’¹ le origini dei disordini macroeconomici sono di natura microeconomica, ma essi si distinguono dagli economisti appartenenti alla moderna ortodossia macroeconomica, perché rifiutano le proposizioni di razionalità e di perfetta informazione poste a fondamento delle scelte operate dagli agenti economici nell’ambito dei modelli di equilibrio economico generale di derivazione neoclassica (Horwitz 2000).

Franco Donzelli sottolinea come, a giudizio di Hayek, i problemi maggiori della teoria dell’equilibrio economico generale derivino dal suo carattere potenzialmente deterministico:

Il problema principale con cui Hayek si viene a scontrare è il seguente: finché si insiste sul concetto di equilibrio come concetto teorico centrale, è impossibile dar conto in maniera realistica dei processi di aggiustamento che hanno luogo nel mondo reale; infatti, se si vuole che il processo di aggiustamento non modifichi i dati della teoria, si deve ricorrere o alla pallida finzione di uno stato stazionario (dove non possono essere coerentemente trattati i fenomeni economici più rilevanti), o alla dubbia ipotesi di un processo di aggiustamento puramente virtuale (dove si è costretti ad immaginare un processo temporale che esplica i propri effetti senza consumare alcun lasso di tempo «reale»). Ma per quale motivo [...] ci si trova a dover postulare l’esistenza di processi di aggiustamento che non modificano i dati? Il motivo è che solo in questo modo si può preservare quell’associazione fra dati ed equilibrio, che costituisce il tratto distintivo di una teoria deterministica.²

¹ Le origini della scuola ‘austriaca’ di economia vengono comunemente associate alla pubblicazione dei *Principi di economia* di Carl Menger (1871). Tra il 1880 e la Prima guerra mondiale, questa scuola di pensiero è poi stata ulteriormente sviluppata da Eugen von Böhm-Bawerk, Friedrich von Wieser e Eugen Philippovich von Philippsberg. Nella seconda decade del secolo scorso la tradizione ‘austriaca’ è stata ripresa da Hans Meyer e Ludwig von Mises, i due più autorevoli esponenti della terza generazione di economisti di scuola ‘austriaca’, alla quale, negli anni ’20 e ’30 avrebbe poi fatto seguito una quarta generazione, cui appartengono Friedrich von Hayek e altri economisti, in particolare Gottfried Haberler, Fritz Machlup, Oskar Morgenstern e Paul Rosenstein-Rodan, che sarebbero emigrati in Inghilterra e negli Stati Uniti poco prima e subito dopo l’ascesa del nazismo. A partire dagli anni ’70, la tradizione ‘austriaca’ è stata ravvivata dagli economisti della cosiddetta scuola ‘neo-austriaca’, tra i quali spiccano Ludwig Lachmann, Israel Kirzner, Murray Rothbard, Roger Garrison e Steven Horwitz.

² Donzelli (1988), p. 42. Per una dettagliata analisi del concetto di equilibrio nella teoria economica neoclassica, si veda Donzelli (1986).

Hayek si è quindi sentito spinto ad abbandonare il concetto di *equilibrio economico* e a elaborare una nuova teoria della moderna società di mercato basata sul concetto di *ordine spontaneo*, un concetto molto più flessibile di quello di equilibrio. In primo luogo, perché “un ordine spontaneo [...] è definito come una struttura relazionale qualitativa, a cui possono corrispondere relazioni quantitative molto diverse. Inoltre, [perché], mentre è possibile asserire che un ordine viene preservato attraverso un processo di cambiamento, non è invece possibile asserire la stessa cosa per uno stato di equilibrio.”³

Gli economisti di solito descrivono l'ordine creato dalla concorrenza come uno stato di equilibrio – un termine poco felice, perché tale equilibrio presuppone che tutti i fatti da scoprire siano già stati scoperti e che la concorrenza abbia pertanto cessato di esistere. Il concetto di «ordine», che, perlomeno nella discussione di problemi di politica economica, preferisco a quello di equilibrio, ha il vantaggio di consentirci di parlare a buon diritto di un ordine al quale ci si avvicina progressivamente per gradi e la cui esistenza può essere preservata anche nel corso di un processo di cambiamento.⁴

Il determinismo della teoria dell'equilibrio economico generale si presta alla descrizione di una comunità tradizionale, di dimensioni limitate e sostanzialmente stazionaria, in cui gli agenti economici esprimono bisogni di carattere elementare che consentono la definizione di una precisa gerarchia di fini. Ma le moderne economie di mercato sono organismi sociali complessi, abitati da individui che perseguono fini molteplici e tra loro contraddittori.⁵ Pertanto, secondo gli economisti 'austriaci', la comprensione dei meccanismi di funzionamento del sistema economico necessita di una teoria del *processo* di mercato in cui l'accento cade sugli scambi mutuamente vantaggiosi messi in pratica dagli agenti economici e sulla natura evolutiva dei processi produttivi, e non di una teoria dell'*equilibrio* basata sui comportamenti razionali massimizzanti:

The market process perspective focuses on ongoing exchanges that take place and the continually evolving types of output that an economy produces. By focusing on the economic process rather than equilibrium outcome, most of the assumptions about utility that the equilibrium approach demands are not necessary. As long as individuals engage in economic activity because they believe the result of their action will be an increase in utility, that is a sufficient description of the individual preferences. There is no reason to specify equilibrium conditions because people are always acting, or planning to act in the future. Conditions are always changing, so Austrian school economists do not place the same importance on the idea of a unique stable equilibrium as

³ Donzelli (1988), pp. 42-43.

⁴ Hayek (1968) [1988], p. 315.

⁵ Donzelli (1988), p. 46.

other economists do. The assumptions economists must make about individual behavior are much less restrictive when taking a market process approach to economic analysis than when taking an equilibrium approach. The market process approach to human behavior does not describe people as maximizing utility but rather as engaged in mutually beneficial exchange.⁶

L'assunto neoclassico circa l'esistenza di mercati caratterizzati dalla presenza di individui razionali perfettamente informati quindi "significa semplicemente che tutti i membri della collettività, anche se non onniscenti in senso stretto [...] conoscano perlomeno automaticamente tutto quanto è rilevante per le loro decisioni. È come se l'uomo economico», questa nostra vergogna di famiglia che abbiamo esorcizzato con la preghiera e il digiuno, fosse rientrato per la porta di servizio sotto la veste di un individuo quasi onnisciente."⁷ In realtà, secondo Hayek, "la soluzione del problema economico della società è sempre un viaggio esplorativo nell'ignoto, un tentativo di scoprire nuovi modi di fare le cose in maniera migliore di quella in cui sono state fatte in precedenza."⁸

Gli economisti 'austriaci' dunque muovono da una prospettiva soggettivista basata sulla constatazione che, in un ambiente complesso, caratterizzato da continui cambiamenti, le conoscenze su cui si fonda l'*azione umana* sono conoscenze di circostanze particolari di tempo e di luogo, che, per loro stessa natura, sono disperse tra migliaia o milioni di persone diverse.⁹ In altri termini, per gli economisti 'austriaci' l'economia ha per oggetto l'analisi del comportamento di individui che affrontano un futuro strutturalmente incerto, e che, per questo motivo, cercano di impiegare i mezzi di cui dispongono per realizzare i loro fini attraverso un procedimento che ammette tentativi ripetuti ed errori:

For Austrians the start of economic analysis is the human actor trying to figure out what his ends are and how best to deploy his means to achieve them, but doing so in a world where his knowledge is fragmentary and often inarticulate and where the future is clouded by genuine, structural uncertainty. [...] real-world human beings attempt to peer through the fog of uncertainty to better deploy their means for their desired ends, whether that is a single person engaging in economizing behavior or a firm searching for profits. All human action is, for the Austrians, speculative and entrepreneurial in that there is no assurance of success and genuine error and regret are possible (unlike neoclassical models, where the best decision possible given the data at hand is assumed to be made).¹⁰

⁶ Holcombe (2014), p. 19.

⁷ Hayek (1937) [1988], p. 241.

⁸ Hayek (1946) [1988], p. 303.

⁹ Hayek (1942-44) [1988], pp. 204 e ss.

¹⁰ Horwitz (2010), pp. 96-97. Per una approfondita trattazione del concetto di incertezza radicale nella tradizione 'austriaca', si veda O'Driscoll e Rizzo (1996). Passarella e Baron (2010, p. 4) sottolineano che, benché "molti dei lavori contemporanei classificabili come *mainstream economics*

Di conseguenza, la teoria del mercato di matrice ‘austriaca’ è una teoria in cui la concorrenza viene concepita come un *processo di scoperta dinamico* che, attraverso gli scambi, favorisce la diffusione delle informazioni sui prezzi e sulle quantità e, quindi, il reciproco aggiustamento dei piani individuali di produzione e di consumo.¹¹

Come la moneta (Capitolo 2., paragrafo 2.3.), anche il meccanismo dei prezzi e della concorrenza è figlio di un processo selettivo spontaneo simile al processo di selezione naturale individuato da Darwin nell’ambito della teoria della evoluzione della specie:

Si consideri [...] il fatto che la moneta o il sistema dei prezzi permettono all’uomo di ottenere le cose che desidera, sebbene non siano stati progettati a questo scopo – e del resto non sarebbe stato neppure possibile concepirli con un deliberato sforzo del pensiero prima che la civiltà si fosse sviluppata fino a quel punto che proprio la moneta e il sistema dei prezzi hanno reso possibile. Ora, se si riflette sul ruolo svolto dalla moneta e dai prezzi nella nostra civiltà, si vede che, in tutto questo, nulla è più misterioso del fatto che, se l’uomo non si fosse imbattuto in questi strumenti, non avrebbe acquisito i poteri di cui oggi dispone. [...] le istituzioni formatesi spontaneamente sono «utili» perché sono state le condizioni basilari per i successivi sviluppi dell’umanità, le condizioni, cioè, che hanno conferito all’uomo i poteri che egli ha via via utilizzato.¹²

Individui che “generalmente non si conoscono, e che non hanno nient’altro in comune al di fuori del fatto di ubbidire alle stesse regole di condotta formali ed

rimuovano l’ipotesi tradizionale neoclassica di *informazione perfetta* – si pensi, anzitutto, alla letteratura riconducibile alla cosiddetta Nuova Economia Keynesiana (NEK) – questi [...] non presentano reali punti di contatto con l’approccio austriaco. Infatti, la nozione nuovo-keynesiana di informazione imperfetta non mette in discussione il *tipo* di equilibrio raggiunto ma introduce un nuovo costo di produzione relativo all’acquisizione o alla ricerca delle informazioni mancanti. Ma per gli austriaci tale ricerca implica un elemento che non può essere completamente integrato nel modello neoclassico di EEG: quello dell’*ignoranza pura*. Quest’ultima differisce dalla nozione di informazione imperfetta per il fatto che la scoperta che riduce l’ignoranza pura è necessariamente accompagnata da un elemento di stupore o sorpresa: prima di quel momento, l’individuo non si era reso conto del problema, ignorando l’esistenza stessa dell’informazione mancante.”

¹¹ “[...] la moderna teoria della concorrenza si occupa in maniera quasi esclusiva di uno stato, detto di «equilibrio concorrenziale», in cui si suppone che i dati dei diversi individui si siano già tutti pienamente aggiustati gli uni agli altri, mentre il problema che richiede una spiegazione è quello relativo alla natura del processo attraverso il quale si realizza questo aggiustamento reciproco dei dati. [...] La concorrenza è essenzialmente un processo di formazione delle opinioni: diffondendo le informazioni, essa crea quell’unità e quella coerenza del sistema economico che noi presupponiamo quando pensiamo a questo sistema come ad un solo mercato. Essa crea le opinioni della gente su ciò che è meglio e più a buon mercato; ed è proprio in virtù della concorrenza che la gente giunge perlomeno a sapere che esistono tutte quelle possibilità e quelle opportunità di cui, di fatto, è a conoscenza.” (Hayek (1946) [1988], pp. 295, 308)

¹² Hayek (1942-44) [1988], p. 184. Per le considerazioni di Hayek sui processi selettivi che regolano l’evoluzione sociale si veda il primo capitolo di *Legge, legislazione e libertà* (1982 [1994]).

astratte” possono quindi “entrare in contatto reciproco e [...] cooperare inconsapevolmente al benessere di ognuno.”¹³

Passarella e Baron osservano che, sebbene l’approccio ‘austriaco’ alla concorrenza e al mercato differisca “nettamente dall’approccio di EEG (e dalle sue successive riformulazioni), non bisogna credere che [gli economisti ‘austriaci’] considerino quel modello come totalmente irrilevante.” In effetti, essi ritengono che “il processo dinamico concorrenziale [...] *tend[a] sistematicamente verso* (anziché *allontanarsi da*) il sentiero di equilibrio. In altri termini, il modello tradizionale di equilibrio concorrenziale viene ritenuto più plausibile come *risultato approssimato*, piuttosto che come punto di partenza dell’analisi dei mercati.”¹⁴ A questo proposito, Hayek infatti sottolinea che:

[L]a determinazione della particolare combinazione di beni che viene effettivamente prodotta, e della loro distribuzione fra gli individui, viene lasciata dal mercato, in larga misura, a circostanze imprevedibili – e, in questo senso, al caso. Come aveva già intuito Adam Smith, è come se avessimo stabilito di comune accordo di partecipare ad un gioco affidato in parte all’abilità e in parte alla fortuna. [Tuttavia], [q]uesto gioco concorrenziale, pur lasciando in una certa misura al caso la quota di ciascun individuo, garantisce che l’equivalente reale della quota di ognuno, qualunque essa sia, sia il più grande che riusciamo a ottenere. [...] non si tratta di un gioco a somma zero, ma di un gioco in cui, se si rispettano le regole, si aumenta la posta da dividere, lasciando in gran parte al caso le quote individuali della posta in gioco. Una mente che conoscesse tutti i fatti potrebbe scegliere un punto qualunque a piacere sulla superficie [n-dimensionale, mediante la quale la teoria pura rappresenta la frontiera di tutte le possibilità a cui si potrebbe portare la produzione di ogni paniere composito, definito da una certa combinazione proporzionale di merci e servizi], e distribuire questo prodotto nel modo che ritenesse giusto. Ma l’unico punto sulla, o ragionevolmente vicino alla, frontiera delle possibilità di produzione che sappiamo come raggiungere è quello a cui arriviamo se lasciamo che sia il mercato a determinarlo. Naturalmente, il cosiddetto «massimo» che raggiungiamo in questo modo [...] può essere definito [...] solo in funzione delle possibilità che offre a persone sconosciute di ottenere l’equivalente reale maggiore possibile per le loro quote relative, che vengono determinate parzialmente dal caso. [...] Mentre non esiste mai realmente uno stato di equilibrio economico, si può affermare con ragione che ci si avvicina effettivamente molto al tipo di ordine [...] ideale.”¹⁵

Ma, anche se il processo dinamico di mercato *tende* a condurre il sistema verso la condizione di equilibrio ideale postulata dalla tradizione neoclassica, “la presenza di un certo grado di disequilibrio è indispensabile per il funzionamento della concorrenza nel mondo reale, in quanto è proprio il disequilibrio che provoca il

¹³ Donzelli (1988), pp. 46-47.

¹⁴ Passarella e Baron (2010), pp. 4-5.

¹⁵ Hayek (1968) [1988], pp. 315, 317-318.

cambiamento dei prezzi, che a sua volta segnala agli agenti il mutamento delle condizioni vigenti nel sistema e indica loro in quale direzione devono modificare i propri piani; [...] [La funzione] dei prezzi dei beni e dei servizi venduti in un determinato momento in un mercato concorrenziale [...] è quella di indicare le direzioni in cui gli agenti dovranno esercitare i propri sforzi in futuro.” Lo svolgimento della funzione segnaletica dei prezzi quindi presuppone la mancata realizzazione degli obiettivi perseguiti da alcuni individui:

La corrispondenza fra aspettative, che permette a tutti di raggiungere quello per cui lottano, è in effetti il risultato di un processo di apprendimento che [...] implica la delusione costante di alcune di esse. Il processo di adattamento funziona, come gli adeguamenti di qualsiasi sistema che si auto-organizza, tramite ciò che la cibernetica ci ha insegnato a chiamare *feedback* negativo, ovvero le risposte alla differenza fra i risultati di azioni previsti e quelli effettivamente ottenuti, in modo da ridurre le differenze medesime. [...] Si può lottare unicamente per la miglior utilizzazione di una conoscenza parziale, in continuo cambiamento, e che è comunicata principalmente attraverso le variazioni dei prezzi, e non per la miglior utilizzazione di una quantità data e costante di conoscenze. In questa situazione il massimo ottenibile non è la certezza ma la soppressione dell'incertezza eliminabile. Questo non può essere raggiunto prevenendo il diffondersi degli effetti di cambiamenti inattesi, ma solamente facilitando l'adeguamento ad essi. [...] L'intero sistema si basa sull'incentivare in ognuno l'uso delle proprie capacità al fine di scoprire circostanze particolari che permettano di prevedere nel modo più accurato possibile cambiamenti impellenti. Questo incentivo non sussisterebbe se le decisioni non comportassero il rischio di una perdita, o se un'autorità decidesse quali errori previsionali sono scusabili e quali non lo sono.¹⁶

Mentre nel modello di equilibrio economico generale di derivazione neoclassica la figura imprenditoriale non trova spazio,¹⁷ nella tradizione 'austriaca' il protagonista principe del processo di accrescimento della conoscenza messo in moto dall'interazione spontanea di mercato è proprio l'imprenditore. Attraverso i segnali forniti dai prezzi, l'imprenditore cerca di cogliere le opportunità di profitto *puro* offerte da precedenti errori imprenditoriali emersi in un ambiente di mercato

¹⁶ Hayek (1982) [1994], pp. 333-334.

¹⁷ “Nell'ambito della teoria neoclassica dell'EEG simultaneo [...], in condizioni di equilibrio di lungo periodo, nessun agente consegue alcun profitto *puro* (o d'impresa), né incorre in perdite. Di fatto, le capacità imprenditoriali comunemente intese non vengono considerate. L'imprenditore (sia esso il proprietario dell'impresa o un *manager* stipendiato dagli azionisti) viene, piuttosto, assimilato ad un funzionario, ad un organizzatore-controllore che si limita a scegliere la funzione di produzione più adatta (i.e. più efficiente) e a controllare che i fattori siano combinati in modo coerente con tale scelta ottimale. In effetti, nell'originaria impostazione walrasiana, gli imprenditori, operando sempre in stato di equilibrio della produzione non fanno né guadagno né perdita. Essi quindi non sussistono come imprenditori, ma come proprietari fondiari, lavoratori o capitalisti nelle proprie imprese o in altre.” (Passarella e Baron (2010), p. 9)

incerto, caratterizzato da incessanti cambiamenti nei gusti, nella disponibilità di risorse e nelle conoscenze tecnologiche.¹⁸ A tal fine, egli indirizza le scarse risorse disponibili verso la produzione di quei beni che soddisfano le preferenze espresse dai consumatori meglio di quanto non siano in grado di fare i suoi concorrenti.¹⁹ Questa concezione ‘austriaca’ dell’attività imprenditoriale nell’ambito del processo di mercato è legata alla figura di Ludwig von Mises (1949), ed è stata ripresa e ulteriormente esplorata soprattutto da Israel Kirzner (1973, 1979):

By liberating economics from the assumption that all opportunities for pure gain have already been captured, [the] Misesian-inspired perspective on markets permits us to see market processes as ones in which such opportunities – hitherto overlooked – come to be perceived and exploited. This has opened up an entirely fresh dimension for economic activity, a dimension necessarily missing from an equilibrium-bound microeconomics. This new dimension is that of entrepreneurial *alertness* and entrepreneurial discovery. [...] The notion of entrepreneurship as the alertness necessary for the discovery of opportunities has had important implications for the positive understanding of market processes, and for ethical judgements concerning the moral status of market outcomes. The positive theory of the competitive market process has come, in this light of modern Austrian economics, to mean the sequence of market trades and acts of production which can be attributed to the succession of entrepreneurial discoveries generated by disequilibrium conditions. To compete means, in this framework, to perceive an opportunity to serve the market better (than it is currently being served by one’s competitors). This view of the function of the entrepreneur has been central to the Austrian appreciation of free markets, and to its understanding of the perils of interventionist public policies.²⁰

I prezzi di mercato non veicolano soltanto informazioni sulle preferenze dei consumatori e, quindi, su *cosa* produrre, ma anche informazioni sul *modo* in cui deve essere organizzato il processo di produzione. Gli imprenditori, infatti, possono scegliere di strutturare il processo produttivo secondo metodi più diretti o più

¹⁸ “L’imprenditore austriaco non è [...] l’esangue funzionario della tradizione neoclassica, ma un *bucaniere* che solca i mari burrascosi dei mercati [...] alla continua ricerca di forzieri perduti e di nuove opportunità di arricchimento.” (*Ibidem*)

¹⁹ Per gli economisti ‘austriaci’, le opportunità di profitto che alimentano la rivalità dinamica tra gli imprenditori e che definiscono la direzione dei processi produttivi rappresentano una manifestazione del principio di sovranità del consumatore: “The direction of all economic affairs is in the market society a task of the entrepreneurs. Theirs is the control of production. They are at the helm and steer the ship. A superficial observer would believe that they are supreme. But they are not. They are bound to obey unconditionally at the captain’s orders. The captain is the consumer, neither the entrepreneurs nor the farmers nor the capitalists determine what has to be produced. The consumers do that. If a businessman does not strictly obey the orders of the public as they are conveyed to him by the structure of market prices, he suffers losses, he goes bankrupt, and is thus removed from his eminent position at the helm. Other men who did better in satisfying the demand of the consumers replace him.” (Mises (1949) [1996a], pp. 269-270)

²⁰ Kirzner (1994), pp. 106-107.

indiretti, accorciando o allungando il periodo di produzione, a seconda delle scelte intertemporali di consumo e di risparmio formulate dagli agenti economici. Ai fini della sincronizzazione tra la struttura della produzione e le preferenze relative ai consumi presenti e futuri degli agenti economici, per gli economisti di scuola ‘austriaca’, il prezzo rilevante è il tasso di interesse:

Producers make their decisions about what to produce and how to produce it based on the signals provided to them by current prices and their judgments about what will be wanted in the future. This is the essence of entrepreneurship. [...] For Austrians, [...] the interest rate plays a key role as the central price guiding intertemporal production. At lower interest rates, which reflect more patience of the part of the consumers, production processes with more stages of production (i.e. those with more steps between raw materials and the final output) will be relatively more worthwhile, while higher interest rates and consumer impatience will make shorter processes relatively more desirable.²¹

La teoria macroeconomica ‘austriaca’ ha fondamenta di tipo eminentemente microeconomiche, perché la crescita economica dipende dai meccanismi di mercato che consentono la destinazione delle risorse reali risparmiate alla realizzazione di processi produttivi ‘più lunghi’. Tuttavia, è possibile che degli squilibri monetari indeboliscano la funzione segnaletica svolta dai prezzi e dai tassi di interesse, minando il processo di coordinamento intertemporale tra i programmi di produzione degli imprenditori e le preferenze riguardanti le decisioni di consumo presenti e future degli agenti economici.

A giudizio di Hayek, i cicli economici e le crisi rappresentano il prodotto endogeno della presenza della moneta creditizia di origine bancaria:

So long as we make use of bank credit as a means of furthering economic development we shall have to put up with the resulting trade cycles. They are, in a sense, the price we pay for a speed of development exceeding that which people would voluntarily make possible through their savings, and which therefore has to be extorted from them. And even if it is a mistake – as the recurrence of crises would demonstrate – to suppose that we can, in this way, overcome all obstacles standing in the way of progress, it is at least conceivable that the non-economic factors of progress, such as technical and commercial knowledge, are thereby benefited in a way which we should be reluctant to forgo.²²

Nei prossimi paragrafi vedremo come gli economisti di scuola ‘austriaca’ abbiano modificato le finalità ultime dell’analisi monetaria e creditizia di Wicksell (Capitolo

²¹ Horwitz (2010), p. 98.

²² Hayek (1929) [2012], pp. 189-190.

7), trasformandola da una teoria che spiega le variazioni del livello generale dei prezzi, nel contesto di un mondo caratterizzato dalla presenza della moneta di origine bancaria, in una teoria del ciclo economico e della crisi, in cui una differenza tra il tasso ‘naturale’ di interesse e il tasso monetario definito dalle autorità monetarie causa una distorsione della struttura produttiva e della struttura del capitale incompatibile con le scelte intertemporali di consumo e di risparmio degli agenti economici. Secondo gli economisti ‘austriaci’, tale distorsione è inevitabilmente destinata a sfociare in una crisi rovinosa che richiede molto tempo prima che i processi di mercato possano porre rimedio alla cattiva allocazione del capitale e del lavoro.

Prima della pubblicazione della *Teoria generale* di Keynes, la teoria ‘austriaca’ del ciclo e della crisi, originariamente sviluppata da Mises (1912) e successivamente affinata da Hayek (1928, 1929, 1935, 1939), era ampiamente accettata e discussa²³ non solo tra gli economisti di lingua tedesca, tra i quali spiccavano Wilhelm Röpke e Walter Eucken,²⁴ ma anche nei circoli della London School of Economics, tanto da fornire le basi alla celebre interpretazione della Grande depressione elaborata da Lionel Robbins (1934).²⁵

Con l'avvento dell'ortodossia della ‘vecchia’ sintesi neoclassica, dopo la Seconda guerra mondiale, per lungo tempo, la teoria ‘austriaca’ del ciclo e della crisi è caduta nel dimenticatoio. L'interesse per la teoria monetaria e del capitale ‘austriaca’ si è risvegliato a seguito di un celebre saggio di John Hicks (1967c). Ma è soltanto dopo l'attribuzione del premio Nobel a Hayek nel 1974 che l'approccio ‘austriaco’ al ciclo e alla crisi è stato riportato all'attenzione del lettore contemporaneo grazie ai lavori di Mark Skousen (1990), Steven Horwitz (2000) e, soprattutto, Roger Garrison (1978, 1984, 1989, 2001, 2005), prima di essere definitivamente riscoperto dopo la

²³ Per una analisi sistematica delle teorie sulle fluttuazioni cicliche e le crisi precedenti la pubblicazione della *Teoria generale* di Keynes, si confronti Haberler (1937).

²⁴ Sui contributi alla teoria del ciclo e della crisi di Röpke ed Eucken si veda Kolev (2013). Per una analisi specificatamente dedicata agli scritti di teoria e politica monetaria di Eucken, si confronti Folz (1970). Infine, per una dettagliata analisi generale della teoria monetaria sviluppata nei paesi di lingua tedesca durante il periodo 1905-1933, si consulti Ellis (1934).

²⁵ Nella *Prefazione* all'edizione italiana del libro di Robbins, pubblicata da Giulio Einaudi Editore nel 1935, Luigi Einaudi accoglie entusiasticamente le linee interpretative adottate dall'economista inglese: “Il libro che qui si presenta al pubblico italiano è forse la dimostrazione più brillante, lucida come una spada affilata, della potenza chiarificatrice di alcuni concetti astratti che è merito singolare della scuola economica viennese, antica e nuova, di avere elaborati e sfaccettati all'infinito. [...] Guardato nei suoi aspetti ed effetti pratici, il libro del Robbins è un atto di accusa, veemente nella sua pacatezza serena, contro la politica monetaria e creditizia del suo paese e degli Stati Uniti; Londra e New York sono le grandi colpevoli della crisi. Sinché i sostenitori delle teorie della moneta manovrata [...] non siano disfatti e dispersi e non sia restituito dappertutto il regime aureo tradizionale e questo sia lasciato agire in pieno e senza restrizioni, in conformità all'indole sua, non c'è speranza che la crisi finisca.” (Robbins (1934) [1935], pp. 10-11). Una più recente, importante, interpretazione della Grande depressione basata sulla teoria ‘austriaca’ del ciclo e della crisi è quella di Murray Rothbard (1963).

crisi finanziaria che ha dato il ‘la’ alla Grande recessione e alla successiva crisi nell’Eurozona.²⁶

2. Un approccio macroeconomico eterodosso alla teoria del capitale e della crescita

Rispetto alla moderna ortodossia accademica di ispirazione neoclassica, l’eterodossia ‘austriaca’ non si manifesta soltanto attraverso un diverso approccio metodologico alla descrizione dei meccanismi che regolano il funzionamento del mercato, ma anche attraverso un approccio alla macroeconomia contraddistinto dal rifiuto della distinzione tra breve e lungo periodo che si riflette nella negazione della validità del principio della domanda effettiva e delle sue implicazioni:

Mainstream theorizing relies on two separate and conflicting constructions – one for the short run and one for the long run. In macroeconomics as well as in growth theory, “to save” simply means “not to consume”. Increased saving means decreased consumption. Resources that could have been consumed are instead made available for other purposes – for investment, for expanding the productive capacity of the economy. In long-run growth theory, where problems of disequilibria are assumed away, the actual utilization of saving for expanding capacity and hence increasing the growth rate of output (of both consumer goods and investment goods) is not in doubt. In the conventional macroeconomics of the short run [...] the actual utilization of saving by the investment community is very much in doubt. Decreased consumption now is likely to be taken by members of the business community as a permanently lower level of consumption. Saving can depress economic activity all round. The well-known “paradox of thrift” is based squarely on this all-but-certain cause-and-effect relationship between increased saving and economic activity.²⁷

L’economia politica di matrice ‘austriaca’ è quindi fondata su una teoria del capitale che rappresenta il denominatore comune delle analisi riguardanti le

²⁶ “[...] for most economists from the 1930s on, money was seen in pretty much the same way that Hume saw it 200 years before [...]. Money, it is sometimes said, ‘changes neither preferences nor possibilities’. Money in the form of credit, therefore, is simply one person’s nonspending transferred to another person to use for an interest payment plus the return of the principal. Put more simply, one person’s debt is another person’s income. [...] The credit system simply replicates the fundamentals upon which the economy is based. This view made it perfectly possible for mainstream economists in the 2000s to talk about ‘the elimination of the business cycle’ while living in a period of ‘Great Moderation’, where the volatility of the past had been tamed by good central bank policies. And then, of course, the world blew up, right in the middle of this supposed Great Moderation, just as the Austrians would have predicted. And while everyone seemed to know that the explosion had something to do with asset bubbles and banks, at the start of the crisis few had a convincing story about how the banks had caused it. This is where the Austrians came back in. Their writings from the 1930s seemed to describe the 2008 financial crisis perfectly.” (Blyth (2013), p. 145)

²⁷ Garrison (2001), p. 39.

fluttuazioni cicliche e il processo di crescita che caratterizzano le organizzazioni economiche di tipo capitalista:

[...] economists who were trained at Harvard or MIT and hold a faculty position at Berkley or Princeton [...] learned their (short-run) macroeconomics and their (long-run) growth theory in two different sets of courses. The capital theory that unites these two subject areas in the Austrian literature was effectively out of play in both sets. In mainstream macro, where business cycles were discussed, capital is assumed to be fixed. In mainstream growth theory, where cyclical movements are assumed away, capital is allowed to grow or to shrink, but it enters the theory as a holistically conceived capital stock. By contrast, the inherent time dimension in the economy's capital structure makes capital theory a natural common denominator for Austrian macroeconomics and Austrian growth theory.²⁸

Roger Garrison è l'economista neo-austriaco che più di ogni altro, negli ultimi decenni, ha contribuito a ravvivare la tradizione macroeconomica 'austriaca' sviluppata da Hayek negli anni '30 del secolo scorso. Nel prosieguo di questo paragrafo descriveremo la sua teoria delle relazioni macroeconomiche partendo dalla concezione 'austriaca' del capitale. Nella parte restante del capitolo, invece, utilizzeremo questo schema analitico per illustrare la teoria 'austriaca' del ciclo e della crisi.

2.1. La struttura intertemporale della produzione e del capitale

Sin dai tempi di Carl Menger, gli economisti di scuola 'austriaca' hanno sottolineato l'importanza del fattore temporale nei processi produttivi. Per chiarire come l'impiego di risorse produttive, compreso il lavoro, non si traduca istantaneamente nella realizzazione di beni che possono soddisfare le preferenze espresse dai consumatori, Menger (1871) ha definito una specifica gerarchia tra i beni originati dal processo di produzione. Sono beni del primo ordine i beni che soddisfano direttamente i bisogni dei consumatori. A seconda della distanza dai beni del primo ordine, esistono beni del secondo, del terzo, del quarto ordine e così via. Questi beni di ordine superiore non soddisfano i bisogni in maniera diretta, ma la loro produzione necessariamente anticipa la produzione dei beni del primo ordine. La struttura produttiva è quindi divisa in una serie di stadi. Partendo dagli stadi più lontani nel tempo, si procede via via fino ad arrivare allo stadio finale del consumo:

Il procedimento attraverso il quale i beni di ordine superiore vengono gradualmente trasformati in beni di ordine inferiore fino a poter soddisfare direttamente i bisogni umani è il risultato sia dell'attività dell'uomo che di un

²⁸ Garrison (2009a), pp. 11.

processo causale. Ma l'idea di causalità è inseparabile dall'idea di tempo. [...] I periodi di tempo che le varie fasi di questo processo richiedono possono essere in certi casi anche brevissimi, e il progresso della tecnica e degli scambi tendono ad accorciarli ancora di più, tuttavia rimane il fatto che una produzione senza impiego di tempo è inconcepibile.²⁹

Secondo Eugen von Böhm-Bawerk (1884, 1889), ogni bene di consumo può essere prodotto combinando l'attività lavorativa dell'uomo e le risorse naturali, ovvero i cosiddetti fattori produttivi originari. Tuttavia, con il progressivo sviluppo delle economie capitaliste, questi metodi di produzione *diretti* sono stati sostituiti da metodi di produzione *indiretti*, metodi, cioè, che prevedono la produzione di beni intermedi definiti *beni capitali*. Come Menger, anche Böhm-Bawerk concepisce la produzione come un processo unidirezionale che richiede tempo, in cui, partendo dai servizi dei 'fattori originari' (i diversi tipi di lavoro e di risorse naturali), e passando per i diversi beni capitali intermedi, si arriva alla realizzazione dei beni di consumo. I metodi di produzione indiretti sono caratterizzati da un 'allungamento' del processo produttivo che si manifesta attraverso l'introduzione di maggiori quantità di risorse produttive nelle fasi più remote del processo produttivo rispetto a quelle introdotte nelle fasi più prossime alla realizzazione dei beni di consumo.

In *Prices and Production* (1935, p. 39), Hayek ha sintetizzato la visione 'austriaca' dei meccanismi di funzionamento di una economia basata sull'uso di beni capitali attraverso l'artificio di diagrammi triangolari simili a quello rappresentato nella figura 44.

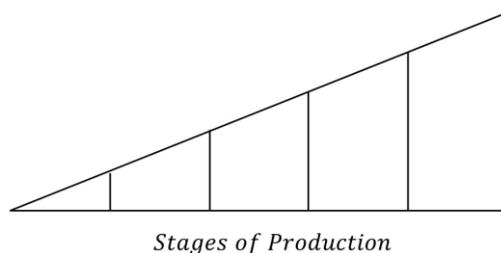


Figura 44 – La concezione hayekiana della struttura intertemporale della produzione e del capitale (Fonte: Garrison (2005), p. 476)

Come si può notare, nel triangolo della figura 44 lo stock di risorse produttive disponibili (capitale e lavoro) è distribuito lungo cinque stadi di produzione, separati da barre verticali tagliate in altezza dall'ipotenusa, che, per comodità, vengono considerati di lunghezza uguale. Il cateto orizzontale del triangolo offre quindi una misura del grado più o meno indiretto del processo produttivo, ovvero una misura

²⁹ Menger (1871) [1976], p. 105.

del tempo complessivo necessario alla produzione dei beni di consumo. L'altezza del cateto verticale invece indica il valore della produzione dei beni di consumo, mentre le distanze verticali tra il cateto orizzontale e l'ipotenusa rappresentano il valore dei beni capitali intermedi realizzati alla fine di ciascuno stadio del processo produttivo. La pendenza dell'ipotenusa riflette il saggio di variazione, supposto per semplicità costante, del valore della produzione tra i vari stadi che compongono il processo produttivo:

The horizontal leg of the triangle represents production time. The vertical leg measures the value of the consumable output of the production process. Vertical distances from the time axis to the hypotenuse represent the values of goods in process. [...] the slope of the hypotenuse represents value added (by time and factor input) on a continuous basis.³⁰ [...] The extreme level of simplification warrants some discussion. We note that the triangle's hypotenuse [...] rises linearly from no value at all to the full market value of the consumables. Yet we know that the interest rate is expressed in percentage terms and, starting from some initial input value, allows for compounding. Clearly – and contrary to the Hayekian triangle – such percentage value differentials imply that the cumulative value should be tracked by a curve that rises exponentially from some initial value to some final value. Here, linearity wins out on the grounds of its being simpler in construction yet adequate to the task.³¹

Per gli economisti di scuola 'austriaca', il saggio di variazione del valore della produzione, quand'anche espresso in termini monetari, coincide con il tasso di interesse, inteso come misura del rendimento reale (*fisico*) offerto dalla struttura intertemporale della produzione e del capitale. Il saggio di variazione del valore della produzione diminuisce, e con esso diminuisce anche la pendenza dell'ipotenusa del triangolo hayekiano, quando il processo produttivo si 'allunga', ovvero quando la produzione dei beni capitali e dei beni di consumo finali richiede più tempo. In altri termini, gli economisti 'austriaci' postulano una relazione inversa tra il livello del tasso di interesse e l'adozione di metodi di produzione più indiretti.

I beni (capitali) intermedi realizzati negli stadi del processo produttivo più lontani dallo stadio finale in cui vengono prodotti i beni di consumo rappresentano gli *input* di ogni stadio di produzione successivo. Garrison (2005, p. 475) quindi sottolinea come, di norma, l'integrazione verticale del processo produttivo sia esclusa. Cionondimeno, gli stadi di produzione individuati da Hayek non sono univocamente identificabili con particolari tipi di 'industrie'. Infatti, singole imprese possono svolgere alcune attività verticalmente integrate. Per esempio, una compagnia petrolifera può essere impegnata contemporaneamente nelle attività di

³⁰ Garrison (2001), p. 46.

³¹ Garrison (2005), pp. 477-478.

esplorazione, di estrazione, di raffinamento e di distribuzione del petrolio. E ancora, un imprenditore attivo nel settore della produzione di carta può vendere i suoi prodotti a imprese operanti in differenti stadi del processo produttivo. Ma, a giudizio degli economisti ‘austriaci’, il modello della struttura intertemporale della produzione e del capitale ipotizzato da Hayek non si distingue per i suoi numerosi peccati di omissione, bensì per il fatto di catturare alcune verità essenziali del processo produttivo capitalista.³²

Dal punto di vista ‘austriaco’, la tipica funzione di produzione utilizzata nel modello di equilibrio (macro)economico neoclassico (Capitolo 2, paragrafo 2.2.), fornisce una visione distorta dei meccanismi di funzionamento delle economie di mercato non soltanto perché l’impiego di capitale e di lavoro si traduce nell’ottenimento istantaneo del prodotto aggregato, ma anche in virtù della supposta natura omogenea dei fattori di produzione. La suddivisione del processo produttivo in vari stadi distribuiti nel tempo, invece consente di evidenziare il carattere eterogeneo dei beni capitali e del lavoro:

In neoclassical analyses capital is normally treated as a homogeneous aggregate; it is ‘*K*’ in various models. This is a crucial error from an Austrian perspective. Because capital is, for the Austrians, always embodied in specific goods, it cannot be treated as an undifferentiated mass. Entrepreneurs purchase inputs or build machines that are designed for specific purposes. They cannot be costlessly redeployed to an infinite number of other uses the way the homogeneous conception of capital might suggest. Austrians see capital as heterogeneous and having a limited number of specific uses [...]. The same is true for labor. The skills and knowledge workers have are not appropriate for all potential production processes, thus their human capital can be conceived of as heterogeneous and specific to a limited number of uses.³³

Per gli economisti ‘austriaci’, la disaggregazione delle variabili macroeconomiche quindi riveste fondamentale importanza. Lo stock di capitale allocato lungo gli stadi di produzione individuati dal triangolo hayekiano infatti comprende anche gli investimenti lordi realizzati durante l’intervallo di tempo preso in considerazione. Data la natura eterogenea del capitale, i beni di investimento devono quindi rispondere alle specifiche esigenze degli imprenditori che li impiegano nei vari stadi del processo produttivo.

Garrison (2005, pp. 483-486) illustra questo punto facendo ricorso all’equazione degli scambi di Fisher e ipotizzando che il processo produttivo sia suddiviso in dieci stadi distinti. Egli osserva che l’equazione degli scambi ($MV = PQ$) nasconde i due maggiori sub-aggregati (consumi e investimenti) che, in una economia chiusa agli

³² “The Hayekian triangle [...] keeps the many complexities of capital theory at bay while keeping in play the overall time element in the production process.” (*Ibidem*, p. 477)

³³ Horwitz (2010), p. 98.

scambi con l'estero, compongono il prodotto totale reale (Q) e, ancor peggio, i singoli sub-aggregati (corrispondenti agli stadi del processo produttivo) che, sommati tra di loro, corrispondono agli investimenti aggregati. Pertanto, secondo Garrison, l'equazione degli scambi di Fisher dovrebbe essere specificata più correttamente nel modo seguente:

$$MV = P(Q_C + Q_2 + Q_3 + Q_4 + Q_5 + Q_6 + Q_7 + Q_8 + Q_9 + Q_{10}),$$

ove Q_C rappresenta la produzione di beni di consumo, mentre le quantità di beni capitali di investimento (i beni di ordine superiore al primo, secondo la definizione di Menger) allocate lungo i dieci stadi che danno vita al processo produttivo vengono indicate, rispettivamente, con $Q_2, Q_3, Q_4 \dots$ sino a Q_{10} .

2.2. *La crescita economica nel modello macroeconomico 'austriaco'*

2.2.1. *L'equilibrio macroeconomico stazionario*

Per illustrare la concezione 'austriaca' del processo di crescita economica, Garrison (2005, p. 479) parte dalla considerazione di due casi elementari, in cui, considerate come date le preferenze espresse dai consumatori e lo stato delle conoscenze tecnologiche:

- (a) gli investimenti lordi sono appena sufficienti a compensare il deprezzamento dello stock di capitale preesistente, e
- (b) gli investimenti lordi invece eccedono il deprezzamento dello stock di capitale preesistente.

Nel primo caso, rappresentato nella figura 45, l'economia non cresce. Essa, cioè, raggiunge uno stato di equilibrio macroeconomico stazionario, in cui, di periodo in periodo, viene prodotta una uguale quantità complessiva di beni di consumo e di beni di investimento.

Guardando la parte in basso a destra della figura 45, si evince che, come nel modello di crescita neoclassico di Solow (Capitolo 2, paragrafo 2.), anche per gli economisti di scuola 'austriaca' il risparmio rappresenta la fonte della crescita economica. In ogni periodo, la quantità degli investimenti lordi viene infatti determinata dall'incontro tra la domanda e l'offerta di fondi prestabili. L'offerta di fondi prestabili riflette le scelte intertemporali tra consumi presenti e consumi futuri espresse dagli agenti economici, mentre la domanda di fondi prestabili riflette il desiderio degli imprenditori di acquisire il controllo sulla quota di risorse reali non consumate a fini di investimento. La domanda e l'offerta di credito sul mercato dei fondi prestabili quindi corrisponde alla domanda e all'offerta di risorse reali scambiate sul mercato dei capitali, perché, a giudizio degli economisti 'austriaci', le

considerazioni relative alla preferenza per la liquidità degli agenti economici rivestono un'importanza del tutto secondaria.

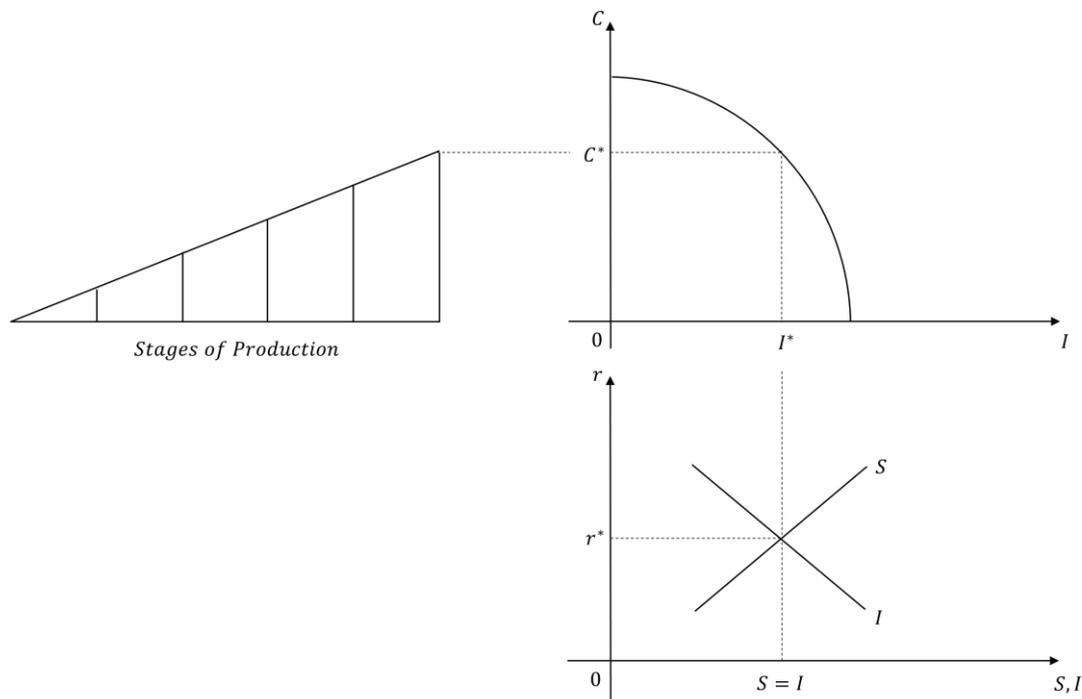


Figura 45 – L'equilibrio macroeconomico stazionario secondo gli economisti di scuola 'austriaca' (Fonte: Garrison (2001), p. 50)

La variabile che garantisce il coordinamento tra le scelte di risparmio e di investimento (in termini di risorse monetarie e in termini di risorse fisiche) è il tasso di interesse:

The supply of loanable funds is, for the most part, saving out of current income. In real terms, it is that part of current output not consumed. The demand for loanable funds reflects the eagerness of the business community to use that saving to take command of the unconsumed resources. These two macroeconomically relevant magnitudes of saving and investment are not definitionally the same thing but are brought into balance by equilibrating movements in the broadly conceived rate of interest. [...] Because of the elements of time and uncertainty inherent in the intertemporal dimension of the loanable funds market, the interest rate signal can be subject to interpretation. What if some income is neither spent on consumption nor offered as funds for lending? That is, what if people – unexpectedly and on an economy-wide basis – prefer to add to their cash holdings? The increased demand for cash holdings would constitute saving in the sense of income not consumed but would not constitute saving in the sense of an increase in the supply of loanable funds. [...] The attention to the loanable funds market [...] reflects the judgement of the Austrians that the [...] interest rate's primary role

in a market economy is that of allocating investable resources in accordance with saving behaviour. There is no denying that the interest rate can, on occasion, play a role [...] as a minor determinant of money demand or as a short-run consequence of hoarding behaviour. Still, these [...] concerns are subordinate ones in the Austrian's judgement. An exogenous change in money demand is rarely if ever the source of a macroeconomic disruption. [...] And an occasional dramatic change in liquidity preference is more likely to be a consequence of an economy-wide intertemporal coordination failure than a cause of it.³⁴

Per gli economisti di scuola 'austriaca', il tasso di interesse di equilibrio, è assimilabile al tasso di interesse 'naturale' definito da Wicksell (Capitolo 2, paragrafi 2.2. e 2.4.2). Tuttavia, a differenza della impostazione che caratterizza i modelli di equilibrio (macro)economico di derivazione neoclassica, il tasso di interesse 'naturale' svolge una duplice funzione di coordinamento intertemporale che si manifesta a diversi livelli di aggregazione. Da un lato, infatti, esso determina la *quantità* di risorse investibili attraverso il coordinamento delle scelte intertemporali di consumo/risparmio e di investimento degli agenti economici. Come vedremo in maggior dettaglio più avanti, al tempo stesso, però, esso determina anche la *struttura allocativa* di tali risorse, ovvero la struttura intertemporale della produzione e del capitale coerente con le preferenze intertemporali di consumo espresse dagli agenti economici. In altri termini, il tasso di interesse 'naturale', che può essere interpretato come un premio per il grado di pazienza mostrato dai consumatori,³⁵ definisce la 'lunghezza' del processo produttivo. Nella figura 45, questa duplice funzione di coordinamento intertemporale svolta dal tasso di interesse viene rappresentata attraverso la considerazione congiunta del mercato dei fondi prestabili (in basso a destra) e del triangolo hayekiano (in alto a sinistra). In equilibrio, il tasso di rendimento monetario definito dall'equilibrio sul mercato del credito coincide con il saggio di rendimento reale (*fisico*) della struttura intertemporale della produzione indicato dalla pendenza dell'ipotenusa del triangolo hayekiano:

The interest rate governs both the amount of investable resources and the general pattern of allocation of those resources. [...] the loanable funds market and [...] the Hayekian triangle tell the same story but at two different levels of aggregation. [The loanable funds market] shows how much of the economy's resources are available for investment purposes. [...] The corresponding consumption preferences are accommodated by the output of the final stage of

³⁴ Garrison (2005), pp. 490-491.

³⁵ "For Austrians, the existence of interest derives from the fact of time-preference. Given that human beings are neither immortal nor indestructible, we prefer the present to the future, *ceteris paribus*. To convince us to wait for a good, we must be compensated for the passage of time and its concomitant uncertainty, hence the phenomenon of interest. For the saver, interest is necessary to sacrifice current consumption possibilities for future ones." (Horwitz (2000), p. 5)

production in the Hayekian triangle. Resources are being allocated among the stages of production on the basis of the cost of investment funds, such that the rate of return in the real sector, as reflected in the slope of the triangle's hypotenuse, corresponds to the rate of return in the financial sector, as depicted by the market-clearing interest rate in the loanable funds market. [...] For an economy in a macroeconomic equilibrium as just described, the rates of return (in both the real and the financial sectors) can be summarily described as 'the natural rate of interest'.³⁶

Come abbiamo visto nel primo paragrafo di questo capitolo, compatibilmente con lo stato di conoscenza raggiungibile nell'ambito delle complesse economie di mercato contemporanee, le informazioni veicolate dai prezzi di mercato spingono gli imprenditori a impiegare i fattori produttivi sino al raggiungimento di un massimo che si colloca "sulla, o ragionevolmente vicino alla, frontiera delle possibilità produttive."³⁷ La frontiera delle possibilità produttive è rappresentata in alto a destra nella figura 45. Essa indica tutte le *combinazioni sostenibili* di quantità aggregate di beni di consumo e di quantità aggregate di beni di investimento realizzabili attraverso i processi di mercato. In particolare, l'asse verticale dà conto della quantità di beni di consumo, corrispondente al punto più alto raggiunto dal cateto verticale del triangolo hayekiano, mentre sull'asse orizzontale viene riportata la quantità di investimenti lordi definita in base all'equilibrio raggiunto sul mercato dei fondi prestabili.

Poiché, per ipotesi iniziale, la quantità di risparmio è tale che gli investimenti lordi sono appena sufficienti a compensare il deprezzamento dello stock di capitale preesistente, la natura stazionaria dell'equilibrio macroeconomico, ovvero l'assenza di crescita (o di decrescita) della produzione, si manifesta attraverso il mancato spostamento verso l'esterno (o verso l'interno) della frontiera delle possibilità produttive e il mancato aumento della *dimensione* del triangolo hayekiano.

2.2.2. *La crescita costante in presenza di investimenti netti positivi*

La figura 46 mostra la dinamica del processo di crescita, quando, dato lo stato delle conoscenze tecnologiche, in presenza di scelte intertemporali di consumo invarianti,

³⁶ Garrison (2005), pp. 491, 497.

³⁷ Hayek (1968) [1988], p. 318. Garrison (2005, p. 494) sottolinea la compatibilità tra il concetto di frontiera delle possibilità produttive e quello di tasso di disoccupazione 'naturale' definito da Friedman: "[...] an economy experiencing the natural rate of unemployment can be said to be on its production possibility frontier. The frontier, then, can allow for deviations in either direction. That is, an economy in recession would be represented by a point inside its frontier, and an overheated economy, one in which the unemployment rate has been pushed temporarily below the natural rate, would be represented by a point beyond its frontier. This only to say that the frontier itself is defined in terms of sustainable levels of output and not in terms of some short-run maximal level of output."

di periodo in periodo, la quantità di risorse risparmiate consente la realizzazione di una quantità di investimenti superiore a quella necessaria a garantire la sostituzione della quota deprezzata dello stock di capitale preesistente.

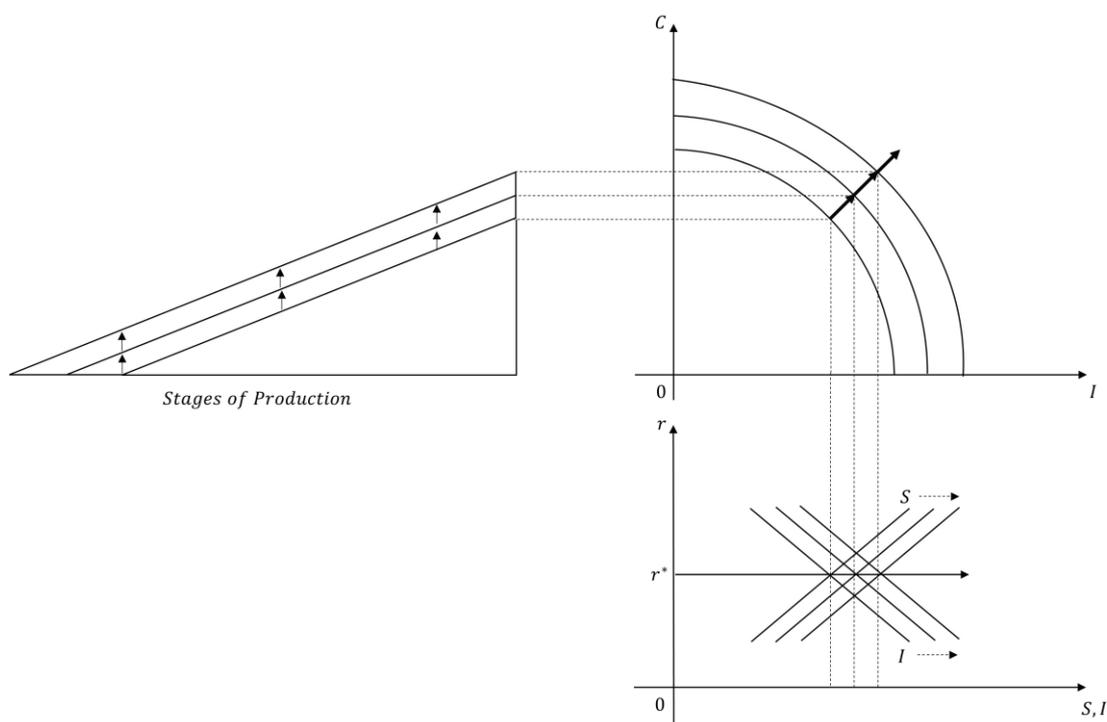


Figura 46 – La crescita a tassi costanti nel modello macroeconomico ‘austriaco’
(Fonte: Garrison (2001), p. 54)

Con preferenze intertemporali immutate, il tasso di interesse ‘naturale’ non subisce variazioni. Pertanto, l’aumento periodico dello stock di capitale fisico non è accompagnato da cambiamenti nella struttura intertemporale della produzione e del capitale. Infatti, come si evince dalla figura 46, la *forma* del triangolo hayekiano, definita dalla pendenza dell’ipotenusa, non cambia. L’aumento periodico dello stock di capitale fisico determina invece aumenti regolari della sua *dimensione*. Ciò significa che, di periodo in periodo, l’economia cresce a tassi costanti.³⁸ Inoltre, come indicano gli spostamenti regolari verso l’esterno della frontiera delle possibilità produttive, l’aumento a tassi costanti della produzione complessiva è caratterizzato da aumenti equi-proporzionali della produzione di beni di consumo e della produzione di beni di investimento, cui corrispondono spostamenti verso destra di pari entità dell’offerta e della domanda di fondi prestabili.

³⁸ A differenza di quanto previsto nel modello di crescita neoclassico di Solow, lo schema analitico di matrice ‘austriaca’ elaborato da Garrison quindi prescinde da qualunque considerazione relativa alla caduta della produttività marginale del capitale.

2.2.3. L'aumento del tasso di crescita indotto da un aumento della propensione al risparmio

Un aumento della propensione al risparmio degli agenti economici, ovvero una aumentata preferenza per i consumi futuri rispetto ai consumi presenti, si traduce in uno spostamento verso destra della curva di offerta di fondi prestabili e in una diminuzione del tasso di interesse 'naturale' (figura 47 in basso a destra).

La caduta del tasso di interesse che garantisce l'equilibrio sul mercato del credito trasmette due segnali apparentemente contrastanti alla comunità degli affari. In primo luogo, l'aumento del risparmio implica la riduzione della domanda per beni di consumo e, di conseguenza, anche una diminuzione della domanda dei beni di investimento necessari alla loro realizzazione. Si tratta, in questo caso, di un *effetto di domanda derivato*. D'altra parte, condizioni di accesso al credito più favorevoli agiscono da stimolo per l'investimento attraverso un *effetto di sconto temporale* (Garrison (2005), pp. 486-487).

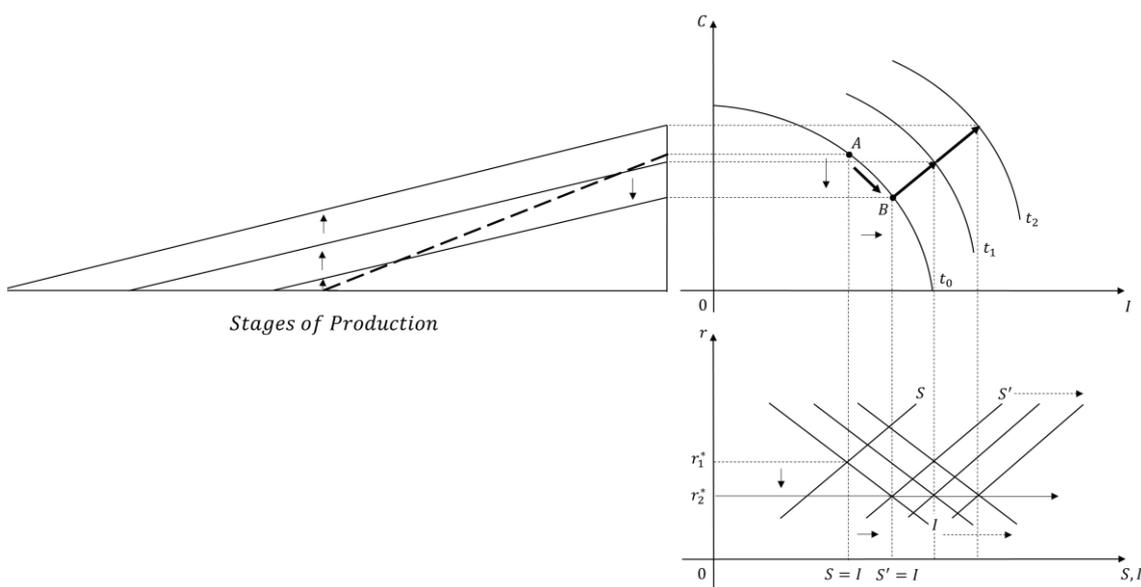


Figura 47 – L'effetto dell'aumentata propensione al risparmio sulla crescita economica nel modello macroeconomico 'austriaco' (Fonte: Garrison (2005), p. 498)

Per risolvere questo apparente conflitto, gli economisti di scuola 'austriaca' sottolineano la necessità di guardare alla struttura intertemporale della produzione e del capitale. Occorre infatti considerare che, mentre negli stadi del processo produttivo più vicini allo stadio della produzione dei beni di consumo (ovvero lo stadio finale della produzione dei beni del primo ordine) prevale l'effetto di domanda derivato, negli stadi più remoti del processo produttivo prevale un effetto di sconto temporale:

Increased saving means reduced current demand for consumer goods. [...] A decrease in the demand for goods of the first order [...] has straightforward implications for the demand for goods of the second order. The demand for coffee beans moves with the demand for coffee. [...] More generally, the demand for inputs that are in close temporal proximity to the consumable output moves with the demand for that output. The demand for goods of the second order is a derived demand. Under strict *ceteris paribus* conditions, which would entail no change in the rate of interest, derived demand would be the whole story. The more favourable credit conditions brought about by the increase in saving is the basis for the rest of the story. A lower interest rate allows businesses to carry inventories more cheaply. But how important is this change in supply conditions? [...] Inventories of coffee beans are held only a short period of time, and consequently, the time-discount effect – in this case the reduced costs of carrying inventory – is trivial compared to the derived-demand effect. The demand for coffee beans falls almost as much as the demand for coffee. The strength of the time-discount effect is greater – and increasingly greater – for the higher orders of goods. Consider, say, a tenth-order good in the form of durable capital equipment. Testing facilities and laboratory fixtures devoted to product developments are good examples. More favourable credit conditions could easily tip the scales toward creating or expanding such a facility. In early stages of production, the time-discount effect [...] more than offsets the derived-demand effect.³⁹

Ai fini di una valutazione complessiva dell'impatto di una aumentata propensione al risparmio sulle quantità prodotte nel settore dei beni di consumo e nei settori dei beni di investimento, facciamo nuovamente riferimento all'equazione degli scambi di Fisher (figura 48).

Le frecce indicano la direzione e la misura relativa della variazione delle quantità prodotte nei dieci stadi del processo produttivo presi in considerazione. Come si può notare, la diminuzione della quantità dei beni di consumo ha ripercussioni negative anche sulle quantità dei beni del secondo, del terzo, del quarto e del quinto ordine. L'intensità della diminuzione è decrescente perché, col progressivo allontanamento dallo stadio della produzione dei beni di consumo, gli effetti di sconto temporale legati alla caduta del livello del tasso di interesse svolgono un'azione compensativa via via maggiore. Partendo dal sesto stadio del processo produttivo, gli effetti di sconto temporale più che compensano gli effetti di domanda derivati. Inoltre, dal sesto fino al decimo stadio del processo produttivo le quantità prodotte aumentano in modo crescente, perché per i beni di ordine progressivamente superiore l'impatto di condizioni di accesso al credito più favorevoli è sempre più dominante.

³⁹ Garrison (2005), pp. 486-487.

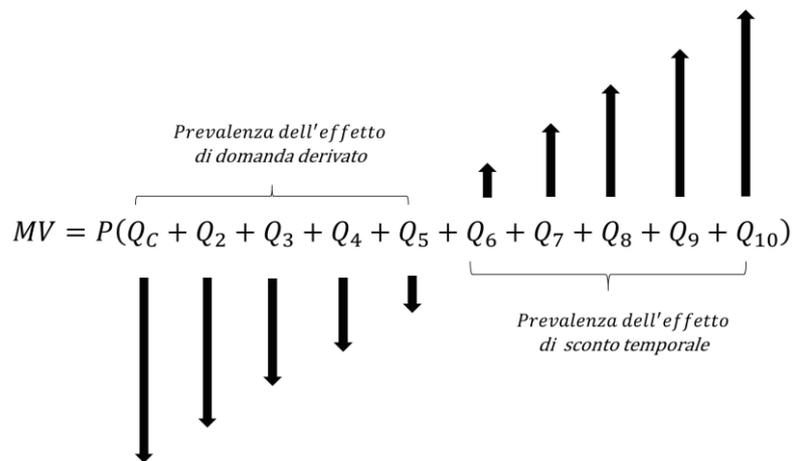


Figura 48 – L’effetto di domanda derivato e l’effetto di sconto temporale sulla struttura intertemporale della produzione e del capitale ‘austriaca’
 (Fonte: Garrison (2005), p. 488)

In definitiva, l’esempio della figura 48 mostra che la diminuzione della quantità di beni di consumo e dei beni di investimento realizzati tra il secondo e il quinto stadio del processo produttivo è controbilanciata dall’aumentata quantità dei beni di investimento realizzati tra il sesto e il decimo stadio. L’economia continua quindi a posizionarsi sulla sua frontiera delle possibilità produttive. Nella figura 47 questa circostanza trova espressione in un movimento in senso orario lungo la frontiera della possibilità produttive (dal punto *A* al punto *B*).

Gli aggiustamenti nella struttura intertemporale della produzione e nella struttura del capitale legati alla variazione delle preferenze intertemporali di consumo sono accompagnati da una riallocazione delle risorse produttive liberate dall’aumentato volume dei risparmi. Questa riallocazione di risorse è figlia delle dinamiche che interessano la domanda per i beni del primo ordine e la domanda per i beni di ordine superiore e delle conseguenti variazioni dei prezzi relativi dei fattori della produzione impiegati nei singoli stadi del processo produttivo. L’eterogeneità delle risorse utilizzate nella struttura intertemporale della produzione non è infatti assoluta. Pertanto, i beni capitali e i lavoratori contraddistinti da una minore specificità d’utilizzo verranno attratti verso gli stadi del processo produttivo più lontani dallo stadio finale della produzione dei beni di consumo. Non così, invece, i fattori di produzione altamente specifici. Al termine della ristrutturazione del processo produttivo, i prezzi dei fattori di produzione strettamente specifici saranno quindi aumentati negli stadi più remoti del processo produttivo e diminuiti in quelli più vicini. In ragione degli spostamenti da uno stadio produttivo all’altro, i prezzi dei

fattori di produzione con caratteristiche più generiche saranno invece tornati ai loro livelli iniziali, mentre saranno cambiate le loro quantità di impiego relative:

Suppose that [...] people become more thrifty. [...] The currently reduced demand for consumable output (which depresses investment) is accompanied by reduced borrowing costs (which stimulate investment). [...] Input prices are bid down in the late stages (reflecting the low demand for current and near-term output) and are bid up in the early stages (reflecting the low borrowing costs). The changes in relative prices draw resources out of the late stages and into the early stages. [...] In discussing in more concrete terms the nature of these saving-induced reallocations, the relevant distinction is not between labour and capital but rather between resources of both kinds that are (relatively) non-specific and resources of both kinds that are (relatively) specific. Non-specific capital, such as building materials that can be used for building either retail outlets or research facilities, will move out of comparatively late stages and into early ones in response to relatively small price differentials. Specific capital, such as mining equipment or amusement park attractions, may enjoy a capital gain (in the first instance) or suffer a capital loss (in the second). Similarly, non-specific labour will migrate in the direction of the early stages in response to small wage-rate differentials, while workers who are wedded to particular stages may experience increased – or reduced – wage rates.⁴⁰ [...] In general, and for any given stage of production, the specific factors undergo price adjustments; the nonspecific factors undergo quantity adjustments.⁴¹

L'aumentata propensione al risparmio degli agenti economici non è fine a sé stessa, ma presuppone che la riduzione della domanda di consumi presente venga compensata da un aumento dei consumi futuri. Partendo da una condizione di crescita costante, ciò implica la necessità di un aumento del potenziale di crescita del sistema economico. A tal fine, per gli economisti di scuola 'austriaca', l'aumentata disponibilità di investimenti netti e il conseguente aumento del tasso di crescita dello stock di capitale fisico non sono sufficienti. Inoltre, non è sufficiente nemmeno la riallocazione delle risorse produttive nell'ambito di una struttura intertemporale della produzione e del capitale *data*, come, per esempio, nella figura 48.

In realtà, gli effetti di domanda derivati e gli effetti di sconto temporali, come anche la riallocazione delle risorse produttive a essi associata, indotti dalla riduzione del tasso di interesse 'naturale' si traducono in un 'allungamento' del processo produttivo, che si manifesta attraverso un cambiamento della *forma* del triangolo hayekiano (ovvero attraverso una diminuzione della pendenza della sua ipotenusa). Alla diminuzione del saggio di variazione del valore della produzione corrisponde però l'aumentata capacità del sistema economico di produrre beni di consumo (e

⁴⁰ Garrison (2005), pp. 498-499.

⁴¹ Garrison (2001), pp. 65-66.

beni di investimento) nel futuro. Confrontando le figure 46 e 47, infatti si nota che la riorganizzazione della struttura intertemporale della produzione e del capitale è accompagnata da un aumento del ritmo di espansione della frontiera delle possibilità produttive.

La duplice funzione di coordinamento intertemporale esercitata dal tasso di interesse ‘naturale’ dunque garantisce che l’aumentata preferenza per i consumi futuri espressa dagli agenti economici venga tradotta dagli imprenditori nella organizzazione di una struttura del processo produttivo e del capitale compatibile con un sentiero di crescita economico sostenibile.

3. Il ciclo economico e la crisi

La teoria ‘austriaca’ del ciclo economico e della crisi prende le mosse dalla distinzione tra tasso di interesse monetario e tasso di interesse ‘naturale’ originariamente sviluppata da Wicksell.

Come si ricorderà dal settimo capitolo, l’analisi di Wicksell mirava a una riformulazione della teoria quantitativa della moneta che tenesse in debito conto gli sviluppi che, nel corso del tempo, avevano caratterizzato i moderni sistemi monetari e creditizi. Nonostante l’attenzione alla realtà istituzionale di una moderna economia monetaria, Wicksell partiva dall’idea che, generalmente, una discrepanza tra il tasso di interesse monetario e il tasso di interesse ‘naturale’ che metteva in moto processi inflazionistici o deflazionistici cumulativi traesse origine non tanto nel sistema bancario, quanto nella sfera reale dell’economia, ovvero in variazioni esogene delle condizioni oggettive di produzione. Franco Donzelli tuttavia sottolinea che, sebbene in *Interesse monetario e prezzi dei beni* [1898b] Wicksell facesse risalire la nozione di tasso ‘naturale’ di interesse alla teoria ‘austriaca’ del capitale e dell’interesse formulata da Böhm-Bawerk, egli fondasse la sua analisi sulla natura cumulativa del processo di variazione del livello generale dei prezzi sull’ipotesi di invarianza delle tecniche produttive.⁴²

⁴² “[...] Wicksell fa discendere il processo cumulativo da una discrepanza fra i due saggi di interesse, naturale e monetario: secondo Wicksell, l’origine di questo processo sta nel fatto che, nel compiere le proprie scelte, gli imprenditori si fanno guidare da un tasso d’interesse monetario che è diverso da quello naturale. Tuttavia, questo ruolo-guida del tasso di interesse monetario non si traduce in alcun cambiamento delle scelte effettivamente compiute dagli imprenditori: costoro, secondo Wicksell, cercano di modificare il livello di produzione, senza però riuscirci; l’unico effetto dei loro tentativi, che da un punto di vista quantitativo vanno a vuoto, si esercita sul livello dei prezzi. Nel modello di Wicksell, inoltre, gli imprenditori, pur facendosi guidare dal saggio di interesse monetario, non si provano neppure a modificare la tecnica di produzione adottata; a questo riguardo Wicksell esclude esplicitamente che, nel corso del processo cumulativo, abbia luogo qualsiasi variazione delle tecniche produttive. [...] escludendo dal proprio campo d’indagine qualsiasi problema di scelta delle tecniche e di cambiamento dei metodi produttivi, Wicksell è di fatto costretto (pur senza ammetterlo) ad abbandonare la teoria böhm-bawerkiana del capitale e

Ripercorrendo una strada battuta per la prima volta da Mises (1912), a cavallo della fine degli anni '20 e l'inizio degli anni '30 del secolo scorso, Hayek riprende l'analisi di Wicksell, ma affermando il suo disinteresse per le teorie del ciclo che chiamano in causa la teoria quantitativa della moneta, e proponendosi di considerare esplicitamente il problema del cambiamento delle tecniche e della struttura produttiva deliberatamente accantonato dall'economista svedese:

[...] the existing monetary theories contain the germ of a true explanation [of the Trade Cycle], although all suffer, more or less, from that oversimplification of the problem which results from reducing all cyclical fluctuations to fluctuations in the value of money; [...] the Wicksell-Mises theory of the effects of a divergence between the 'natural' and the money rate of interest already contains the most important elements of an explanation, and has only to be freed from any direct reference to a purely imaginary 'general money value' [...]. One can abandon those parts of the Wicksell-Mises theory which aim at explaining the movements in the general value of money, and develop to the full the effects of all discrepancies between the natural and money rates of interest on the relative development of the production of capital goods and consumption goods [...].⁴³

Per illustrare sinteticamente la teoria del ciclo economico e della crisi originariamente sviluppata da Mises e successivamente affinata da Hayek, torniamo al quadro analitico elaborato da Garrison facendo riferimento alla figura 49.

Garrison sottolinea che la visione 'austriaca' sui meccanismi di funzionamento del processo di mercato non è assiomatica. Il mercato, cioè, non funziona indipendentemente dal quadro istituzionale di riferimento. La teoria 'austriaca' del ciclo e della crisi è quindi una teoria che descrive le deviazioni dalla frontiera delle possibilità produttive indotte da decisioni di natura politico-economiche.

Per spiegare la natura ciclica delle deviazioni del livello di produzione e di occupazione dalla frontiera delle possibilità produttive, gli economisti di scuola 'austriaca' partono dalla considerazione di una discrepanza tra il tasso di interesse monetario e il tasso di interesse 'naturale' imputabile alle decisioni di politica monetaria della Banca centrale. Tale discrepanza si traduce in una erronea allocazione intertemporale delle risorse disponibili dovuta alla mancata corrispondenza tra scarsità di risorse reali e scarsità di risorse monetarie, cui fa seguito una tendenza auto-correttiva guidata dalle forze di mercato:

For the Austrians, the idea that markets work is not axiomatic. There is no claim that markets are always guided only by the underlying economic realities

dell'interesse [cui fa invece esplicito riferimento nella sezione A del capitolo 9 di *Interesse monetario e prezzo dei beni*].” (Donzelli (1988), pp. 69-71.

⁴³ Hayek (1929) [2012], pp. 47-48, 133.

– no matter what institutional arrangements are in place and no matter what macroeconomic policies are pursued. In fact, the Austrian theory of the business cycle is a theory about a policy-induced departure [...] from the economy's production possibilities frontier. [...] According to the Austrians, the market is capable of allocating resources in conformity with intertemporal preferences on the basis of a market-determined (natural) interest rate. It follows, then, almost as a corollary that an interest rate substantially influenced by extra-market forces will lead to an intertemporal misallocation of resources. This latter proposition is the essence of the Austrian theory of business cycles. The cyclical quality of the departures from the economy's production possibilities frontier derives from the self-correcting properties of a market economy. Misallocations are followed by reallocations.⁴⁴

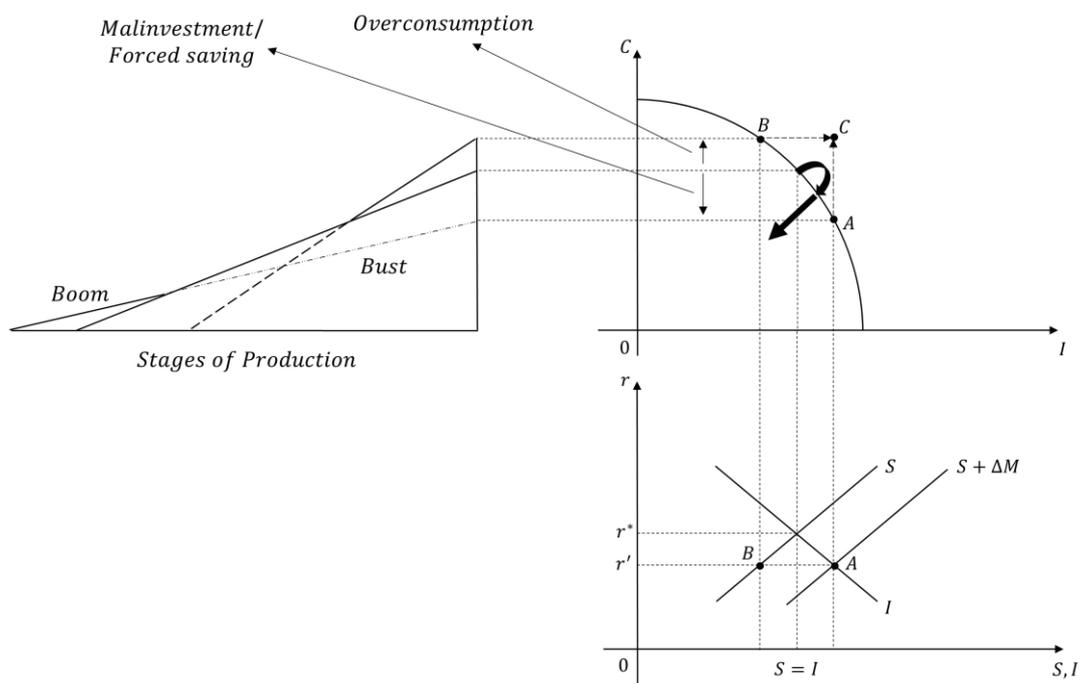


Figura 49 – La teoria ‘austriaca’ del ciclo economico e della crisi
(Fonte: Garrison (2005), p. 505)

Nel settimo capitolo (paragrafo 2.) abbiamo visto che, se i margini di elasticità concessi al sistema bancario sono tali che l’offerta di moneta di origine creditizia supera l’offerta dei risparmi *genuini* ($S + \Delta M > S$), il livello del tasso di interesse monetario fissato dalle autorità monetarie è inferiore al livello del tasso di interesse ‘naturale’ ($r' < r^*$ nella parte in basso a destra della figura 49). Gli economisti ‘austriaci’ osservano che l’artificialità della caduta del tasso di interesse e dell’espansione creditizia genera un duplice squilibrio sul mercato del credito. Da un

⁴⁴ Garrison (2005), pp. 503-504.

lato, gli agenti economici sono indotti a risparmiare di meno e a consumare di più. Dall'altro, gli investitori sono spinti ad aumentare la domanda di credito per il finanziamento delle loro iniziative economiche.

La fase iniziale del ciclo economico è quindi caratterizzata da una sorta di 'tiro alla fune' (*tug-of-war*) determinato da una tendenza alla sovra-produzione tanto dei beni di consumo quanto dei beni di investimento. Forze di mercato contrastanti cercano cioè di spingere l'economia in direzioni opposte l'una all'altra, generando un *boom* drogato dal credito bancario. La tendenza alla sovra-produzione di beni di consumo si manifesta attraverso un movimento lungo la frontiera produttiva che, nella sua proiezione verticale, è limitato dal punto *B*. Viceversa, la tendenza alla sovra-produzione di beni di investimento si traduce in un movimento lungo la frontiera delle possibilità produttive che, nella sua proiezione orizzontale, è limitato dal punto *A*. Per effetto di queste due spinte contrapposte, il sistema si allontana temporaneamente dalla frontiera delle possibilità produttive, in direzione del punto *C*, ma con una propensione al movimento in senso orario, dovuta al fatto che la comunità degli affari dispone di maggiori 'munizioni', consistenti nella nuova moneta di origine creditizia messa a disposizione dal sistema bancario (figura 49 in alto a destra).⁴⁵ Quanto più marcata è la prevalenza relativa del sovra-investimento, tanto maggiore è l'errata allocazione di risorse negli stadi del processo produttivo più remoti (*malinvestment*), ovvero il risparmio forzoso (*forced savings*) derivante dalla mancata allocazione di risorse nello stadio finale in cui vengono prodotti i beni di consumo.

La distorsione delle dinamiche di mercato dirette alla *scoperta* delle condizioni di prezzo (il livello del tasso di interesse) e di quantità che garantiscono l'equilibrio sul mercato del credito è accompagnata da una duplice distorsione del processo di organizzazione della struttura intertemporale della produzione e del capitale. Da un lato, infatti, la diminuzione del tasso di interesse spinge gli imprenditori a riallocare una parte delle risorse disponibili negli stadi più remoti del processo produttivo e ad affidarsi a metodi di produzione ancora più indiretti. Come si evince dalla parte in alto a sinistra della figura 49, questa spinta si traduce in una tendenza alla diminuzione della pendenza del triangolo hayekiano. Al tempo stesso, però,

⁴⁵ L'espansione della capacità produttiva oltre i limiti definiti dalla frontiera delle possibilità produttive è resa possibile dall'uso più intenso delle risorse disponibili e dal coinvolgimento di parte della popolazione inattiva nei processi produttivi: "Having defined the production possibilities frontier in terms of sustainable levels of output, we can allow for the economy to move beyond the frontier – but only on a temporary basis. People are drawn into the labour force in numbers that cannot be sustained indefinitely. Additional members of households may take a job because of the unusually favourable labour market conditions. Some workers may work overtime. Others may delay retirement or forgo vacations. Maintenance routines that interrupt production activities may be postponed. These are the aspects of the boom that allow the economy to produce temporarily beyond the production possibilities frontier." (Garrison (2005), p. 507)

L'aumento della domanda per beni di consumo legato alla diminuzione dei risparmi induce gli imprenditori a riallocare parte delle risorse disponibili negli stadi finali del processo produttivo. Di conseguenza, vi è una spinta contrapposta ad 'accorciare' la struttura intertemporale della produzione e del capitale che si manifesta in una tendenza all'aumento della pendenza dell'ipotenusa del triangolo hayekiano. Garrison quindi sottolinea come, durante la fase di *boom*, lo spostamento contemporaneo di risorse disponibili verso gli stadi del processo produttivo più remoti e verso quelli più vicini alla realizzazione dei beni di consumo vada a scapito degli stadi intermedi, quelli cioè deputati prevalentemente alla produzione dei beni di investimento destinati a sostituire la quota dello stock di capitale preesistente soggetta a deprezzamento:

In the case of a saving-induced capital restructuring, the derived-demand effect and the time-discount effect work together to reallocate resources toward the earlier stages [...]. In the case of credit expansion the two effects work in opposition to one another. The time-discount effect, which is strongest in the early stages, attracts resources to long-term projects. Low interest rates stimulate the creation of durable capital goods, product development and other activities whose ultimate pay-off is in the distant future. The excessive allocations to long-term projects are called 'malinvestment' in the Austrian literature. The derived-demand effect, which is strongest in the late stages draws resources in the opposite direction so as to satisfy the increased demand for consumer goods. The Hayekian triangle is pulled at both ends against the middle. [...] Middle stages experience a relative decline and some of them an absolute decline. [...] Richard Strigl [1934], writing without reference to the Hayekian triangle, provided an account [in which] production activities are divided into three broadly conceived categories: current production of consumables (late stage), capital maintenance (middle stage), and new ventures (early stage). Policy-induced boom conditions tend to favour current production and new ventures at the expense of capital maintenance.⁴⁶

A un certo punto, la mancata corrispondenza tra la quantità di risorse monetarie e la quantità di risorse reali che dovrebbero alimentare la struttura intertemporale della produzione e del capitale, emersa in conseguenza della diminuzione artificiale del tasso di interesse, determina la fine della fase di *boom*. Il processo di espansione della produzione e dell'occupazione oltre i limiti definiti dalla frontiera delle possibilità produttive si arresta, perché il livello di produzione negli stadi intermedi della struttura produttiva intertemporale è insufficiente ad alimentare la realizzazione dei beni di consumo e a garantire sufficienti sbocchi di mercato ai beni capitali di ordine superiore. Inoltre, il progressivo aumento del prezzo degli scarsi fattori produttivi disponibili erode i margini di profitto delle imprese.

⁴⁶ *Ibidem*, pp. 507-508.

Ha così inizio la *crisi* e la *fase di liquidazione* dei progetti di produzione che non corrispondono a una struttura del capitale conforme alle preferenze intertemporali di consumo coerenti con l'effettiva disponibilità di risorse reali. L'economia si riavvia verso il confine della frontiera delle possibilità produttive. Una parte delle risorse liberate durante la fase di liquidazione viene riassorbita, anche se non in maniera istantanea, in altri stadi del processo intertemporale di produzione, ma, a causa dell'ampiezza della distorsione iniziale nell'allocazione di risorse, la recessione non si arresta. Il sistema viene infatti colpito da una *seconda contrazione* e ripiega entro i confini della frontiera delle possibilità produttive (figura 49 in alto a destra). Questa seconda contrazione è dominata da una spirale viziosa alimentata dalla caduta dei redditi e dalla conseguente caduta della spesa aggregata. Per gli economisti di scuola 'austriaca', la teoria keynesiana della crisi quindi non rappresenta nient'altro che una variante di un tema precedentemente già sviluppato da Mises e da Hayek, ma di importanza marginale rispetto al problema principale consistente nell'errata allocazione intertemporale delle risorse disponibili:

In time, but before the new ventures (the early-stage activities) have come to full fruition, the under-maintained capital (the attenuated middle-stage outputs) must impinge negatively on consumable output. This is the essence of intertemporal discoordination. [...] the pattern of early-stage investment reflects a higher level of saving than was forthcoming on a voluntary basis. The push beyond the production possibilities frontier towards the virtual disequilibrium point is cut short by the lack of genuine saving. [...] Increasingly binding resource constraints drive up the prices of consumables as well as the prices of inputs needed to support the new ventures. [...] Many of the new ventures and early-stage activities generally are now recognized as unprofitable. Some are seen through to completion in order to minimize losses. Others are liquidated. [...] the economy's adjustment path [is characterized by a] turning back towards the production possibilities frontier. As boom turns to bust much of the unemployment is associated with the liquidations in the early stages of production. Too much capital and labour have been committed to new ventures. The liquidations release these factors of production, most of which can be reabsorbed – though, of course, not instantaneously – elsewhere in the structure of production. [...] Under the most favourable conditions, the bust could be followed by a recovery in which the structural maladjustments induced by the credit expansion are corrected by the ordinary market forces. The structurally unemployed resources are reabsorbed where they are most needed, and the economy returns to a point on its production possibilities frontier. But because of the economy-wide nature of the intertemporal disequilibrium [...],⁴⁷ the conventionally understood interaction between incomes and expenditures that initially propelled the economy beyond the PPF and then brought it back to the PPF would still be working in its downward mode as the adjustment path crosses

⁴⁷ *Ibidem*, pp. 508-509.

the frontier. There would be nothing to prevent the spiraling downward of both incomes and expenditures from taking the economy well inside its PPF. The spiraling downward, which is the primary focus of conventionally interpreted Keynesianism, was described by Hayek as the “secondary deflation” – in recognition that the primary problem was something else: the intertemporal misallocation of resources, or, to use Mises’s term, malinvestment.⁴⁸

Peraltro, l’idea, propugnata da Garrison, che l’economia possa muoversi per un tempo considerevole oltre la frontiera delle possibilità produttive consente agli economisti ‘austriaci’ di controbattere alle perplessità degli economisti keynesiani che si chiedono, perché una espansione del credito bancario dovrebbe essere dannosa nei casi in cui l’economia partisse da una condizione di sottoccupazione delle risorse produttive:

Why, if there is unemployment, should a credit expansion be harmful if it merely brings idle resources back into employment? In this situation, consumer goods and investment goods production are not competing with each other, since there are sufficient resources and labor supply available to have more of both. Garrison’s exposition explains why it is also important to look beneath the macroeconomic aggregates to the microeconomic patterns in which labor and resources are being reemployed. They can be brought back into use making consumer goods and investment goods on the way to full employment in a manner that will be found to be inconsistent with the time preferences of income earners when the slack in the economy has been completely taken up. At that point, it will be discovered that resources have been misdirected and will have to be reallocated for their uses to be consistent with the structure of consumer demand and actual savings in the economy. [...] Historically, it is true that most business cycles and the accompanying investment upturn have started when the economy has had such slack. Indeed, Mises briefly analyzed this fact in a few places, saying that often a new cycle begins under the inducement of credit expansion when there are available idle resources left over from a previous cycle that have not been as yet fully reintegrated into the structure of production.⁴⁹

In accordo con le perplessità espresse da Hayek negli anni ’30 del secolo scorso circa l’utilità delle teorie del ciclo basate sull’impianto analitico della teoria quantitativa della moneta, Garrison inoltre sottolinea le profonde differenze che separano l’approccio al ciclo e alla crisi ‘austriaco’ dall’approccio monetarista sviluppato da Milton Friedman e dai suoi epigoni. Nella teoria del ciclo e della crisi ‘austriaca’ basata su uno scorretto coordinamento tra le preferenze intertemporali di consumo e la struttura intertemporale della produzione e del capitale, la fase

⁴⁸ Garrison (2001), pp. 74-75.

⁴⁹ Ebeling (2001), pp. 8-9.

ascendente del ciclo (il *boom*) non è obbligatoriamente caratterizzata dall'inflazione. Ciò che davvero conta, per gli economisti 'austriaci', sono le variazioni dei prezzi relativi messe in moto dalla erronea allocazione delle scarse risorse reali disponibili. Secondo Garrison, la teoria 'austriaca' del ciclo e della crisi dunque si contraddistingue per una sua più generale applicabilità. L'approccio monetarista, per esempio, mal si presterebbe a una spiegazione degli episodi ciclici degli anni '20 e '30 del secolo scorso, e in particolare alla spiegazione dell'episodio ciclico culminato nella Grande depressione:

[...] credit expansion may be seen by policy makers as simply 'enabling' growth or possibly as 'fostering' growth. The Austrians take a different view: credit expansion fosters a little more growth than can be supported by real saving. [...] Thinking in terms of the equation of exchange, we can say that increases in M just about match increases in Q , such that P remains fairly constant. While the monetarists would see this price-level stability as evidence of a successful and commendable application of the monetarist rule, the Austrians would see price-level constancy during a period of real economic growth as a warning sign. The monetary rule does not rule out credit-induced intertemporal discoordination.⁵⁰ [...] Also significant is the fact that the capital-based analysis is more broadly applicable since the market process set in motion by credit expansion does not depend in any essential way on there being a change in the general level of prices. For instance, during the boom of the 1920s, the relatively constant price level was the net result of genuine growth, which put downward pressure on the price level, and credit expansion, which put upward pressure on the price level. The short-run/long-run Phillips curve analysis simply does not apply to this episode since there is no scope for expected inflation lagging behind actual inflation. There was no inflation. Our capital-based analysis, hinging as it does on relative price changes and not on changes in the general level of prices, does apply to the 1920s episode. In other words, the boom and bust of the inter-war years is an exception to the labor-based story but is a primary example of our capital-based story.⁵¹

⁵⁰ Garrison (2005), pp. 513-514.

⁵¹ Garrison (2001), p. 71. Per quanto riguarda l'interpretazione monetarista di Friedman e Schwartz (1963, 1982) delle cause della Grande depressione (un collasso dell'offerta di moneta imputabile alla inettitudine della Fed), Garrison afferma che, al pari di quella di Keynes (una violenta caduta della spesa per beni di investimento legata a un crollo della fiducia e delle aspettative di profitto degli imprenditori) essa spiega, tutt'al più, l'insorgere di fattori di importanza secondaria che hanno aggravato i problemi determinati dalle vere determinanti della crisi (la precedente errata allocazione intertemporale delle scarse risorse reali disponibili): "[...] what caused the money supply to fall at the end of the 1920s boom? The monetarists attribute the monetary contraction to the inherent ineptness of the central bank or to the central bank's (ill-conceived?) attempt to end the speculative orgy in the stock market, an orgy that itself goes unexplained. In the context of the Austrian business cycle theory, the collapse in the money supply is a complicating factor rather than the root cause of the downturn. In 1929, when the economy was in the final throes of a credit-induced boom, the Federal Reserve, uncertain about just what to do and hampered by internal conflict, allowed the money supply to collapse. The negative monetary growth during the period 1929 to 1933 helps to account for the unprecedented depth of the depression. But like Keynes's focus on the loss of business confidence, the monetarists' focus on the collapse of the money supply diverts

Infine, facendo riferimento alla teoria di Hayek sull'uso della conoscenza nell'ambito di ordinamenti sociali complessi esaminata nel primo paragrafo di questo capitolo, gli economisti di scuola 'austriaca' rigettano l'ipotesi che, in ragione di un meccanismo di formazione delle aspettative di tipo razionale, gli imprenditori siano in grado di non farsi ingannare da segnali distorsivi derivanti da una diminuzione del tasso di interesse legata a una espansione creditizia drogata artificialmente dalle politiche della Banca centrale:

[...] why bother to have price-directed markets at all if it were true that both economists and market participants possessed all of the relevant information to successfully assure continuous and perfect coordination of all economic activities, even under conditions of change? Indeed, if anyone or group of people could possess this degree and type of knowledge why not just have central planning? The role of prices under conditions of imperfect knowledge in markets with continual change is precisely to have an institutional mechanism that enables actors to coordinate their activities without their needing to possess all "the data" of the market as a whole. Market actors can use their special and localized knowledge of time and place in the division of labor without any of them possessing the global knowledge. [...] The type and amount of such wider knowledge invested in will depend on each individual's circumstances and perceived benefits. As a result, it is not realistic to assume [...] that marketeers possess the same types of knowledge, not only in regard to their own specialized activities but also in relation to any general theory of the market. Furthermore, there is no single, agreed upon theory of how the market works, so even the theories held by various people will differ, as well.⁵²

attention from the underlying maladjustments in the economy that preceded – and necessitated – the downturn.” (Garrison (2005), p. 515)

⁵² Ebeling (2001), pp. 6-7. All'interno della scuola 'austriaca' esistono tuttavia anche posizioni contrarie a quella maggioritaria esposta da Ebeling. A questo proposito, si confrontino Lachmann (1943) e Mises (1940, 1943).

PARTE QUINTA

**La crisi nella prospettiva della
'economia monetaria di produzione' di Keynes**

1. Introduzione

1.1. *La crisi nel contesto dell'economia di baratto statica dell'equilibrio economico generale neoclassico e dell'economia di baratto dinamica di derivazione 'austriaca'*

Nei due capitoli precedenti abbiamo descritto diverse interpretazioni che attribuiscono le origini della Grande recessione e della crisi nell'Eurozona a una serie di interferenze delle autorità pubbliche che, facendo emergere l'esistenza di fenomeni speculativi, avrebbero turbato la stabilità e il processo di crescita di un mondo, in cui, assunta come data la piena occupazione dei fattori della produzione, i meccanismi di funzionamento del mercato del credito assicurano la ripartizione dell'intera produzione aggregata tra i consumi e gli investimenti e, quindi, la validità della legge di Say.

Gli economisti ortodossi contemporanei che si rifanno alla tradizione neoclassica condividono con gli economisti di scuola 'austriaca' l'idea di fondo che il processo di crescita delle economie di mercato presupponga l'efficiente allocazione a fini di investimento delle scarse risorse reali risparmiate. In mancanza di ingerenze del settore pubblico, in una moderna economia di mercato caratterizzata dall'uso della moneta, la destinazione dei capitali reali agli usi maggiormente produttivi è garantita dai circuiti di finanziamento diretti e indiretti che danno vita al sistema finanziario. L'equilibrio sul mercato del credito rispecchia l'equilibrio su un ipotetico mercato dei capitali in cui, in presenza di dissociazione tra i centri di risparmio e i centri di investimento, i beni reali non consumati vengono scambiati in natura. Nell'ambito di questo quadro teorico, il tasso di interesse 'monetario' corrispondente all'equilibrio sul mercato del credito (o sul mercato dei fondi prestabili) è uguale al tasso di interesse 'naturale' che riflette il tasso di rendimento reale (*fisico*) dei beni capitali definito in relazione alle tecniche produttive adottate dalle imprese e, quindi, la misura (*reale*) della ricompensa per la rinuncia al consumo di una parte della produzione corrente.

Come abbiamo visto in precedenza, secondo una prima interpretazione, negli anni antecedenti lo scoppio della crisi, l'allocazione delle risorse reali agli usi maggiormente produttivi sarebbe stata distorta dai difetti o dagli eccessi della regolamentazione diretta a disciplinare l'attività del sistema finanziario.¹

In base a una seconda interpretazione, invece, le responsabilità pubbliche per la crisi sarebbero da addossare anche e soprattutto alle autorità monetarie. Prendendo le mosse dai fondamentali contributi in materia monetaria e creditizia di Knut

¹ Nel Capitolo 11 abbiamo fatto riferimento alle tesi difese dagli economisti dell'ortodossia neoclassica contemporanea e dagli economisti di ispirazione ordoliberal. Per un esame delle argomentazioni avanzate dagli economisti di scuola 'austriaca', si vedano Salin (2009a), Horwitz (2010), Salerno (2012) e Young A. T. (2015).

Wicksell, gli economisti del *mainstream* contemporaneo e gli economisti che si ispirano alla tradizione ‘austriaca’ sottolineano come le origini della Grande recessione e della crisi nell’Eurozona debbano essere ricondotte agli eccessivi margini di elasticità dell’offerta di credito associati alla politica di bassi tassi di interesse praticata dalla Fed e dalla Bce. La crisi, cioè, sarebbe innanzitutto figlia di una sopravvenuta discrepanza tra le disponibilità monetarie e la scarsità di risorse reali, una circostanza che troverebbe espressione in un livello del tasso di interesse ‘naturale’ maggiore di quello del tasso di interesse monetario applicato sul mercato del credito.

Sia pure identiche sul piano dell’attribuzione delle responsabilità per la crisi, le interpretazioni elaborate dagli esponenti dell’ortodossia macroeconomica contemporanea e dagli economisti di scuola ‘austriaca’ poggiano però su schemi analitici che presentano alcune differenze che si traducono in diversi approcci di politica economica. Infatti:

1) Per gli economisti ‘austriaci’, il tasso di interesse ‘naturale’ non esprime la produttività marginale di uno stock di capitale omogeneo desumibile in base alle caratteristiche della tradizionale funzione di produzione neoclassica che contraddistingue il modello di crescita di Solow. Piuttosto, il tasso ‘naturale’ di interesse offre una misura del rendimento reale (*fisico*) di una struttura intertemporale del capitale definita dall’adozione di metodi produttivi più o meno diretti, a seconda del numero di fasi che caratterizzano il processo produttivo che porta alla realizzazione dei beni di consumo. In equilibrio, cioè in mancanza di disturbi imputabili alle autorità monetarie, la struttura intertemporale della produzione e del capitale riflette le decisioni intertemporali di consumo e di risparmio degli agenti economici associate al tasso di interesse monetario di equilibrio determinato sul mercato del credito.

2) La crisi quindi nasce perché l’eccessiva estensione dei margini di elasticità dell’offerta di credito legata alle decisioni di politica monetaria della Banca centrale, provoca una distorsione della struttura intertemporale della produzione e del capitale incompatibile con le scelte intertemporali di consumo e di risparmio degli agenti economici. Nel modello del ‘consenso’ macroeconomico contemporaneo, invece, una discrepanza tra il tasso di interesse monetario fissato dalle autorità monetarie e il tasso di interesse ‘naturale’ definito in base alle caratteristiche della funzione di produzione aggregata produce i suoi effetti nell’ambito di un mondo di breve periodo in cui vale il principio keynesiano della domanda effettiva. Ma gli economisti di ispirazione ‘austriaca’ rifiutano qualunque distinzione tra breve e lungo periodo. Pertanto, essi negano la validità del principio della domanda effettiva e delle sue implicazioni, fondando la loro teoria macroeconomica su una teoria del

capitale che spiega sia le fluttuazioni cicliche e gli episodi di crisi² che il processo di crescita delle economie di tipo capitalista.

3) Come la teoria della crescita di derivazione neoclassica di Solow, anche la teoria del capitale ‘austriaca’ descrive un processo temporale di espansione quantitativa della produzione di beni e servizi. Tuttavia, sul piano delle dinamiche microeconomiche sottostanti, gli economisti di scuola ‘austriaca’ prendono le distanze dal determinismo che, a loro giudizio, è inevitabilmente associato al concetto di equilibrio economico generale, preferendo piuttosto adottare una teoria del *processo* di mercato basata sul concetto di *ordine spontaneo*, inteso come struttura relazionale qualitativa cui possono corrispondere relazioni quantitative molto diverse.

Sostanzialmente, dal punto di vista della scuola ‘austriaca’, la teoria dell’equilibrio economico generale illustra il funzionamento di una economia di baratto *statica*, assimilabile alle dinamiche che contraddistinguono le comunità tradizionali, ovvero il funzionamento di una sorta di ‘economia del villaggio’, caratterizzata dalla produzione di pochi beni destinati a soddisfare una serie di bisogni elementari in cui la produzione e gli scambi avvengono in condizioni di certezza. Una economia, quindi, che si presta a essere descritta attraverso modelli che contemplano la produzione, il consumo, il risparmio e l’investimento di un unico bene omogeneo, come nel caso del paradigma ‘classico’ della economia-grano.

Attraverso la definizione di una teoria della moderna società di mercato basata sul concetto di ordine spontaneo, gli economisti di scuola ‘austriaca’ invece affiancano alla dimensione *quantitativa* associata al processo di crescita economica una dimensione *qualitativa* legata a dinamiche di mercato basate sulla funzione segnaletica svolta dai prezzi, e caratterizzate dalla presenza di imprenditori guidati dalla possibilità di sfruttare le opportunità di profitto offerte dall’incessante cambiamento delle condizioni tecniche di produzione e dei gusti, delle preferenze e dei bisogni espressi dagli agenti economici. In mancanza di interferenze delle autorità monetarie che distorcano i meccanismi di funzionamento del mercato del credito, per gli economisti ‘austriaci’, a livello macroeconomico esiste la sostanziale *certezza* che, nel tempo, la posta da dividere tra gli agenti economici sia destinata a crescere. Questa certezza che il processo di mercato non rappresenti un gioco a somma zero è

² L’approccio teorico ‘austriaco’ quindi porta a negare che le crisi economiche rappresentino una palese manifestazione della invalidità della legge di Say. Citando Sowell, William Anderson (2009, p. 55) a questo proposito scrive: “[...] the problem with the economy is one of *incorrect proportions of production*, as opposed to being a general fall in consumption. This point is vital to understanding not only the ABCT, but also understanding how Say’s Law helps lay the foundations of that theory. Sowell [...] writes: Long before Engels and Marx came upon the scene, economists had divided into two main groups – (1) those who explained depressions by inadequate demand (the “general glut” theorists, led by Sismondi and Malthus) and (2) those who insisted that depressions were caused by internal disproportionalities in the composition of aggregate output – too much of A and too little of B – rather than by its total being excessive relative to aggregate demand.” Su questo punti, si confronti anche Horwitz (2003).

assicurata dall'azione di coordinamento delle decisioni individuali esercitata a livello microeconomico dal sistema dei prezzi. È grazie a essa, infatti, che il sistema è in grado di ovviare alla presenza di condizioni di *radicale incertezza* derivanti dal fatto che, nell'ambito di una società complessa caratterizzata dalla divisione del lavoro e da continui cambiamenti, la conoscenza dei dati economici è dispersa tra milioni di individui, ciascuno dei quali può essere certo soltanto delle circostanze di tempo e di luogo in cui opera.

4) Numerosi economisti del *mainstream* economico contemporaneo concordano con gli economisti 'austriaci' nella attribuzione delle origini della Grande recessione e della crisi nell'Eurozona alla politica discrezionale di bassi tassi di interesse praticata dalla Fed e dalla Bce negli anni precedenti lo scoppio della crisi. Ciononostante, le caratteristiche strutturali del moderno modello del 'consenso' macroeconomico implicano che, dopo lo scoppio di una crisi finanziaria, le autorità monetarie siano chiamate a intervenire per favorire il ritorno del reddito e dell'occupazione a livelli corrispondenti alla piena occupazione.

La figura 50 esemplifica le difficoltà incontrate dalle autorità monetarie durante gli anni di crisi per ricondurre il sistema verso la posizione di equilibrio corrispondente alla piena occupazione delle risorse produttive. Come si può notare, la profonda caduta della domanda aggregata seguita allo scoppio della crisi ha fatto ricomparire gli spettri della trappola da deflazione sperimentata da molti paesi all'epoca della Grande depressione e dal Giappone a partire dai primi anni '90 del secolo scorso. Infatti, il tasso di interesse reale che consentirebbe di stabilizzare l'economia in corrispondenza del livello di reddito di piena occupazione è finito in territorio negativo (da r_s a r_s'). Inoltre, la Banca centrale si aspetta che, nel periodo successivo a quello dello shock subito dalla domanda aggregata, anche il tasso di variazione dei prezzi non sia più positivo, bensì negativo ($\pi_1^I = -0,5\%$). L'intersezione tra la nuova curva di Phillips di breve periodo e la curva *MR* indica che, per ricondurre il sistema verso l'equilibrio di piena occupazione, la Banca centrale dovrebbe fissare il tasso di interesse a un livello tale da raggiungere il punto *C*, in corrispondenza del quale si avrebbe un *output gap* positivo ($y > y_e$).

Tuttavia, le autorità monetarie non possono fissare un tasso di interesse nominale negativo, perché nessun agente economico sarebbe più disposto a rinunciare ai suoi saldi monetari oziosi. In altri termini, gli effetti della politica monetaria sono asimmetrici, perché, mentre non vi sono limiti alla possibilità di aumentare i tassi di interesse nominali per frenare una espansione economica, non è possibile frenare una recessione abbassando i tassi di interesse nominali sotto lo zero (la Banca centrale, cioè, non può spingersi oltre il cosiddetto *Zero Lower Bound*).³

³ “[...] while our mandate is symmetric, there is an asymmetry in the tools we can use to achieve it, which stems from the existence of a lower bound for interest rates. When inflation is too high, we can always raise interest rates to a level that will rein in demand and eventually prices. And this is

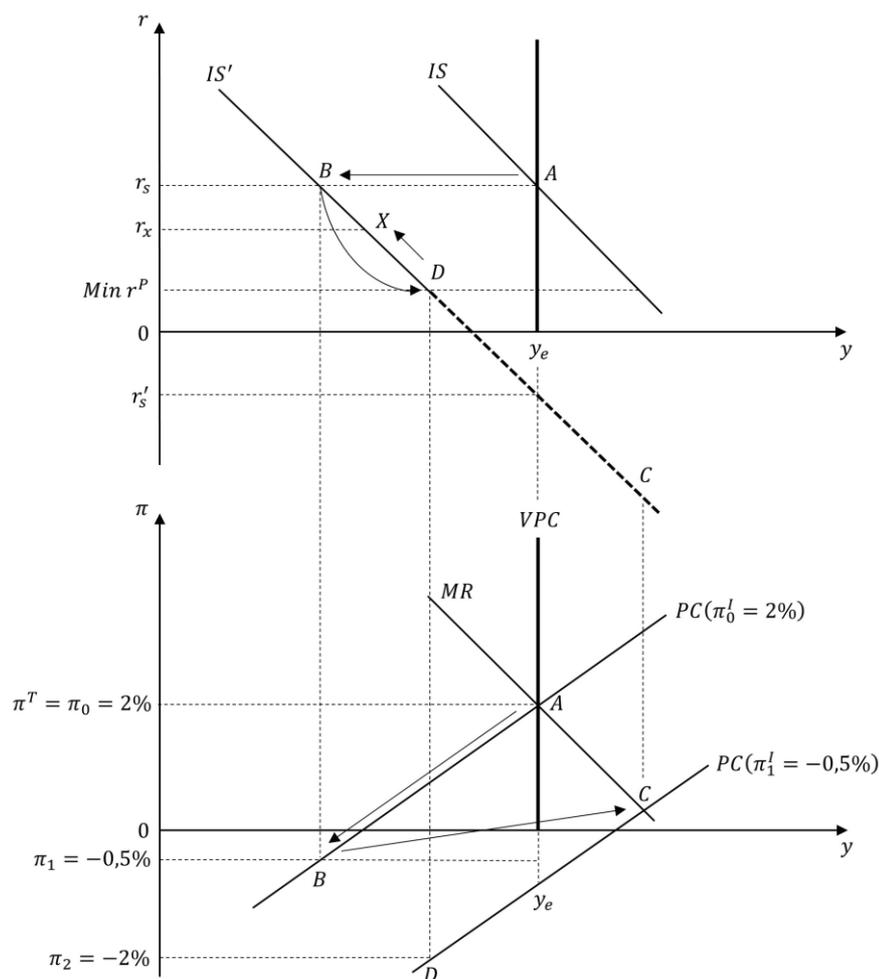


Figura 50 – La trappola da deflazione e lo *Zero Lower Bound* (ZLB)
 (Fonte: Carlin e Soskice (2015), p. 244)

Le autorità monetarie sono quindi obbligate a fissare il tasso di interesse reale a un livello minimo, individuabile partendo dall'equazione di Fisher che definisce il tasso di interesse nominale come:

$$i = r - \pi^e.$$

Poiché i può essere fissato pari a zero, il tasso di interesse reale minimo è dato da:

$$\text{Min } r = -\pi^e.$$

Nell'esempio della figura 50, $\pi^e = \pi_1^I = -0,5\%$. Il tasso di interesse reale minimo determinabile dalla Banca centrale è quindi pari a $+0,5$. Ciò significa che, nel periodo successivo a quello in cui la domanda aggregata ha subito lo shock

widely understood from historical experience, our credibility relies only on one parameter: our *willingness* to fight excessive inflation. Our *ability* to do so is taken for granted. When inflation is too low, however, there are limits to how far interest rates can be cut, because of the existence of a non-interest bearing substitute for bank deposits in the form of cash.” (Draghi (2016b), p. 3)

negativo e la IS si è spostata verso sinistra, il sistema si muove dal punto B verso il punto D . Come si può osservare, tutti i punti alla destra della intersezione tra la curva IS' e il tasso di interesse reale minimo non sono raggiungibili dalle autorità monetarie. Inoltre, dopo il fallimento di Lehman Brothers, nell'autunno del 2008 la percezione dei livelli di rischio da parte delle banche era tale che esse applicavano un *mark-up* molto elevato al tasso di policy (r^P) determinato dalle autorità monetarie, tanto che si può ipotizzare che il livello minimo del tasso di interesse reale fosse pari a r^x e non a $Min r^P$. Di conseguenza, nell'esempio della figura 50 il nuovo livello del reddito e il livello del tasso di inflazione (o più propriamente del tasso di deflazione) attesi per il periodo successivo devono essere letti in corrispondenza del punto X e non del punto D .

Poiché, in corrispondenza di un livello di produzione pari a X , la caduta del livello generale dei prezzi avviene a un tasso superiore allo 0,5%, la Banca centrale si vede costretta a fissare il tasso di interesse reale minimo di *policy* a un livello maggiore di +0,5%. Pertanto, invece di continuare ad aumentare, i livelli del reddito e dell'occupazione tornano a diminuire rispetto a quelli raggiunti in corrispondenza del punto X . Il sistema entra in un circolo vizioso in cui la diminuzione dei livelli del reddito e dell'occupazione è seguita da una ulteriore crescita del tasso di diminuzione del livello generale dei prezzi e da un ulteriore aumento del tasso di interesse reale minimo e così via.

Negli anni successivi allo scoppio della crisi, gli esponenti di spicco della politica monetaria statunitense ed europea hanno sempre negato che la caduta dei tassi di interesse nominali e reali fosse il frutto di scelte arbitrarie della Fed e della Bce. Si consideri, per esempio, la seguente dichiarazione del vice presidente della Bce Vitor Constâncio:

Why are interest rates so low? Is monetary policy responsible? [...] A superficial, impulsive answer is that the rates are low because monetary policy keeps them low. However, in reality, low rates are the result of real economy developments and global factors, some of which are of secular nature and others relate to the financial crisis. To fully understand the present situation, it is useful to invoke the concept [...] of an equilibrium (or neutral) real interest rate, determined by long-term real economic factors and independent from monetary causes. It is based on the idea that there are real economic forces that lead the economy to long-term equilibrium at full employment with stable inflation. The role of monetary policy should therefore be to steer policy and market rates to that equilibrium rate. The concept assumes therefore that money, as well as finance, are neutral in the long run, and only act as devices that facilitate contemporaneous and intertemporal transactions. [...] The importance of this background is that monetary policy needs to shadow the equilibrium rate in order to meet its stability mandate. If the real equilibrium rate is decreasing then failure to accompany it would leave the economy with too high borrowing costs with respect to the return on investment. This would

discourage investment and consumption and generate recessionary and deflationary pressures. Monetary policy is therefore part of the solution and not part of the problem.⁴

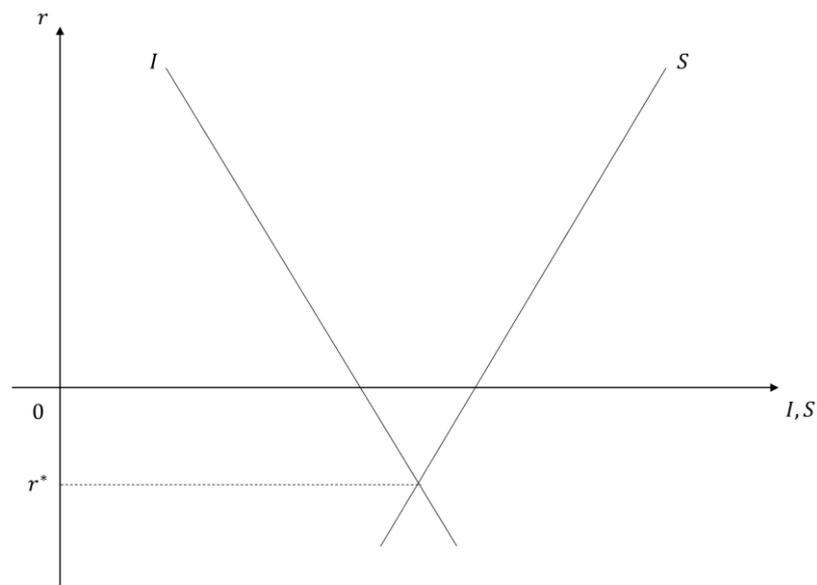


Figura 51 – L'ipotesi di stagnazione secolare

I responsabili della politica monetaria statunitense ed europea quindi condividono l'argomento recentemente avanzato da Larry Summers (2014), che, negli ultimi anni, il raggiungimento dello *Zero Lower Bound* sia imputabile a elementi strutturali che, da tempo, agiscono sulla propensione al risparmio e all'investimento, ai quali si sarebbero aggiunti gli effetti prodotti dalla crisi (Koo 2014). Le difficoltà sperimentate negli ultimi anni per ricondurre le economie avanzate sul sentiero di crescita di piena occupazione sarebbero pertanto legate all'esistenza di un problema di *stagnazione secolare*, ovvero all'esistenza di un problema di cronica deficienza di domanda aggregata legato al fatto che le autorità monetarie non sono in grado di fissare tassi di interesse reali corrispondenti al livello negativo raggiunto dal tasso di interesse 'naturale' in conseguenza delle dinamiche che hanno interessato la *parsimonia* e la *produttività* (figura 51):

A workable definition for secular stagnation is that negative real interest rates are needed to equate saving and investment with full employment. As such, secular stagnation raises the likelihood that full employment cannot be achieved because low inflation and the ZLB on nominal interest rates keep real rates firmly positive.⁵

⁴ Constâncio (2016), pp. 2-3.

⁵ Teulings e Baldwin (2014), p. 15.

A giudizio di Richard Koo, la caduta in territorio negativo del tasso di interesse ‘naturale’ è imputabile soprattutto all’impatto della crisi sulla situazione patrimoniale di banche, famiglie e imprese. Pertanto, la soluzione del problema non può prescindere da una politica fiscale espansiva che determini un deciso spostamento verso destra della curva di domanda di fondi prestabili:

During [a balance sheet recession] monetary policy is largely ineffective because [...] those with balance sheets under water will not increase borrowing at any interest rate, and financial institutions are also not allowed to lend to those borrowers with balance sheets under water. In addition, the government cannot tell the private sector not to repair its balance sheets because the private sector has no choice but to put its financial houses in order. This means the only thing the government can do to offset the deflationary forces coming from private sector deleveraging is to do the opposite of the private sector, i.e. borrow and spend the unborrowed savings in the private sector. In other words, fiscal stimulus becomes absolutely essential during this type of recession. If the government promptly borrowed and spent the unborrowed savings in the private sector, there would be no leaking in the income stream and the GDP level will be maintained. [...] the government must sustain the fiscal stimulus for years until the private sector has finished repairing its balance sheets and has become ready to borrow again. Any premature withdrawal of fiscal stimulus would unleash the deflationary forces, as unborrowed savings are allowed to become a leakage in the economy’s income stream. Indeed, the US in 1937, Japan in 1997 and the UK and Eurozone in 2010 all experienced serious double-dip recessions when their governments pursued fiscal consolidation while their private sectors were still in the process of repairing balance sheets.⁶

Mario Draghi, invece, pone l’accento sulla necessità di affrontare il problema della stagnazione secolare attraverso riforme strutturali che incidano sulla produttività (*fisica*) degli investimenti:

[...[very low rates [...] are the symptom of an underlying problem, which is insufficient investment demand [...] to absorb all the savings available in the economy. It is this phenomenon – the [...] excess of savings over profitable investments – that is driving interest rates down to very low levels. And so the right way to address the challenges raised by low rates is not to try and suppress the symptoms, but to address the underlying cause. [...] The drivers behind this have been, among others, rising net savings as ageing populations plan for retirement, relatively less public capital expenditure in a context of high public indebtedness, and a slowdown in productivity growth reducing the profitability of investment. [...] The forces at play are fairly intuitive: if there is an excess of saving, then savers are competing with each other to find somebody willing to borrow their funds. That will drive interest rates lower. At the same time, if the

⁶ Koo (2014), pp. 134-135. Sulla necessità di una politica fiscale espansiva, si confronti anche Summers (2014).

economic return on investment has fallen, for instance due to lower productivity growth, then entrepreneurs will only be willing to borrow at commensurately lower rates. [...] So the long-term answer to raising real rates of return must be a structural rebalancing of global saving and investment. And since demographic-related saving is likely to remain high, that has to come through raising demand for capital. This is why structural reforms are so important today. They are key to raise productivity growth and hence make investment more attractive.⁷

Le considerazioni di Constâncio, Koo e Draghi consentono di evidenziare l'assurdo logico che caratterizza l'impianto teorico del *mainstream* macroeconomico contemporaneo. Da un lato, infatti, le dinamiche della crisi conseguenti a una politica monetaria considerata eccessivamente espansiva determinano variazioni della propensione a risparmiare e a investire che incidono sui livelli del reddito e dell'occupazione in un mondo di breve periodo in cui vale il 'paradosso del risparmio' (in cui, cioè, l'investimento determina il risparmio). Dall'altro, invece, gli interventi di politica monetaria (ed eventualmente di politica fiscale) considerati necessari per ricondurre il sistema verso il suo punto di equilibrio di piena occupazione vengono valutati con riferimento all'impatto prodotto dalle medesime variazioni della propensione a risparmiare e a investire in un mondo in cui vale la legge di Say (in cui, cioè, il risparmio determina l'investimento).

Al tempo stesso, però, le argomentazioni di Constâncio, Koo e Draghi permettono di sottolineare che:

- (i) nell'ambito del modello macroeconomico della 'nuova' sintesi neoclassica, l'accettazione del principio della domanda effettiva nel breve periodo non implica affatto anche l'accettazione dell'idea, espressa da Keynes nella *Teoria generale*, che le moderne economie di mercato siano intrinsecamente instabili in ragione dell'incertezza che accompagna le decisioni di investimento delle imprese. Nel modello di Constâncio, Koo e Draghi gli esiti delle decisioni di investimento sono determinabili con certezza sulla base delle condizioni tecniche di produzione, e l'appetibilità dell'investimento dipende dalla sua produttività in termini *fisici*. Come abbiamo visto nella terza parte di questo lavoro, il principio della domanda effettiva quindi vale soltanto per effetto delle rigidità che interessano le variazioni dei salari e dei prezzi.
- (ii) sebbene siano caratterizzati da alcune differenze, in equilibrio, sia il modello macroeconomico 'austriaco' che il modello del 'consenso' macroeconomico contemporaneo restano saldamente ancorati al principio di neutralità della

⁷ Draghi (2016a), pp. 1-2. Per un approfondimento sulle possibili cause che, secondo gli economisti del *mainstream* macroeconomico contemporaneo, sono alla base del fenomeno della stagnazione secolare, e per una analisi delle diverse politiche pensate per risolvere il problema, si vedano i contributi raccolti in Teulings e Baldwin (2014) e Bernanke (2015b).

moneta e della finanza, un principio in base al quale le quantità monetarie non sono nient'altro che un 'velo' e le grandezze economiche fondamentali (il reddito, i consumi, i risparmi, gli investimenti, il capitale, il tasso di interesse e il saggio di profitto) possono essere espresse in termini reali, ovvero in termini di quantità di beni.

5) A giudizio degli economisti 'austriaci', come anche di quelli di ispirazione neoclassica, moneta e finanza infatti servono esclusivamente come strumenti che facilitano le transazioni correnti e quelle intertemporali, ma che non alterano la struttura di fondo del sistema economico, che resta quella di una economia di baratto, non importa se di natura *statica* come nel caso neoclassico o di natura *dinamica e innovativa* come nel caso 'austriaco'. Per entrambe le scuole di pensiero, l'evoluzione dei sistemi monetari e creditizi che, a fine '800, ha indotto Wicksell a riformulare la teoria quantitativa della moneta, è indissolubilmente legata a una evoluzione spontanea dei mezzi di pagamento che ha permesso il progressivo superamento delle inefficienze legate a una economia in cui gli scambi avvenivano tra beni reali. Sulla scia dei contributi di Menger (1892, 1909), gli economisti di scuola neoclassica e quelli di scuola 'austriaca' quindi considerano il passaggio dalla moneta-merce alla moneta-segno di origine creditizia come un semplice riflesso dell'esigenza di ridurre i costi di transazione associati agli scambi economici.⁸

Gli economisti contemporanei legati alla ortodossia neoclassica e quelli 'austriaci' hanno però una visione molto diversa per quanto attiene al ruolo dell'intervento statale in materia monetaria e creditizia. Per i primi, infatti, l'attribuzione del monopolio sull'emissione di moneta legale e della funzione di prestatore di ultima istanza alle banche centrali, come anche l'introduzione di un sistema di assicurazione

⁸ Per una descrizione dettagliata del un punto di vista neoclassico e 'austriaco' sulla evoluzione dei mezzi di pagamento, si veda Dowd (2000). Nel settimo capitolo abbiamo visto che anche Kaldor lega l'introduzione della moneta-merce all'esigenza di superare le inefficienze di una economia fondata sul baratto. Tuttavia, più che una soluzione progressiva al problema dei costi di transazione legati agli scambi economici, egli considera lo sviluppo della moneta creditizia di origine bancaria nelle sue varie forme come la necessaria risposta alle esigenze di finanziamento di una economia in rapida espansione. Il punto di vista neoclassico e 'austriaco' sull'evoluzione dei mezzi di pagamento è stato riassunto nel modo seguente da Podolsky (1986, pp. 10-11): "Currency theories tend to define money narrowly [...]. In their scheme money remains essentially the same institution as that which has overcome the inefficiencies of primitive barter. Its source is somehow largely independent of the activity within the economy [...], and it retains the same basic features regardless of the changing commercial and technological complexities of economic processes as the economy advances. The development of credit in various forms and of new financial institutions are variously regarded as devices for increasing safety and convenience in handling money, for increasing the efficiency of the use of money, as forms of finance essentially redistributing saving to deficit units, or as alternatives to tangible wealth; but somehow they are not regarded as usurping the qualities of money, which remains a unique asset. [...] the issue of substitutability between money and other assets, if debated at all, tends to be confined to a narrow alternative: over a period of history, to bank notes for bullion, demand deposits for bank notes and time deposits for demand deposits."

sui depositi, sono figlie della necessità di limitare al minimo gli episodi di instabilità finanziaria e di circoscriverne gli effetti nei casi in cui si dovessero manifestare.⁹ Per i secondi, invece, proprio l'abbinamento tra l'istituzione di una Banca centrale dotata del potere di controllo discrezionale sul livello dei tassi di interesse e sull'offerta di credito e di moneta (un potere di fatto illimitato da quando è stato abbandonato qualunque ancoraggio all'oro) e l'istituzione di un sistema di assicurazione sui depositi sarebbe all'origine di problemi di azzardo morale destinati a distorcere i meccanismi di funzionamento del mercato del credito e, quindi, la struttura intertemporale del capitale e della produzione, sino all'inevitabile scoppio di una crisi.

Da qui, la contrarietà degli economisti austriaci, espressa sin dai tempi di Hayek, per qualunque intervento di politica fiscale e di politica monetaria che impedisca il naturale riallineamento, guidato dai prezzi di mercato, tra la configurazione della struttura intertemporale del capitale e della produzione e le genuine preferenze intertemporali di consumo formulate dagli agenti economici.¹⁰ In altri termini, a giudizio di Hayek (e dei suoi epigoni), le crisi non devono essere curate, bensì prevenute:

[...] per Hayek [è] del tutto illusorio, e addirittura controproducente, cercare di mitigare la portata [della crisi] attraverso politiche di sostegno della domanda [...]. Ciò che si può fare, in questa fase del ciclo, è ben poco: quando la crisi abbia già avuto modo di manifestarsi, la sola posizione ragionevole consiste nel favorire il necessario riaggiustamento dei prezzi relativi e della struttura produttiva, riaggiustamento che sarà tanto più rapido quanto più ci si attiene alle politiche volte a dilazionare l'inevitabile liquidazione degli investimenti sbagliati compiuti durante il boom. Per Hayek, la vera politica anti-ciclica è preventiva: essa consiste nell'impedire, attraverso opportune misure di

⁹ Sull'evoluzione e sulla natura dell'attività svolta dalle banche centrali si veda Goodhart (1988) e Goodhart e Illing (2002). Per quanto riguarda specificatamente l'esercizio della funzione di prestatore di ultima stanza, si confronti il classico contributo di Bagehot (1873).

¹⁰ Gli economisti di scuola 'austriaca' condividono il 'punto di vista' espresso dal Tesoro britannico negli anni '30 del secolo scorso (Capitolo 2, paragrafo 2.4.3.), secondo cui il finanziamento della spesa pubblica in deficit sottrae preziose risorse reali destinabili a un uso più efficiente nel settore privato. Secondo Pascal Salin (2009a, p. 73), la politica monetaria eccessivamente espansiva che ha preceduto la Grande recessione e lo scoppio della crisi nell'Eurozona deve essere imputata anche alla circostanza che i fondi prestabili sottratti all'impiego nel settore privato andassero in qualche modo ricostituiti con iniezioni artificiali di moneta di origine bancaria: "[...] mentre gli Stati, i sistemi sanitari, i sistemi pensionistici e gli enti locali si accaniscono a distruggere il risparmio, ci sono individui che lavorano, che progettano, che innovano e che inventano il futuro. Ma per mettere in moto il prodotto della loro mente, hanno bisogno di risparmio, hanno bisogno di finanziamento. Ora, il risparmio manca. Allora, come una fata buona munita della sua bacchetta magica, appare lo Stato, come salvatore di ciò che ha distrutto, e proclama che non c'è niente di più facile che fabbricare risparmio, ma che esso è l'unico a poter fare questo magnifico gioco di prestigio. La sua bacchetta magica è il controllo della creazione monetaria, la creazione di credito *ex nihilo*. In quanto responsabile – si dovrebbe forse dire «irresponsabile» - della politica monetaria, la banca centrale può decidere di attuare una politica monetaria espansiva che si accompagna necessariamente a una concessione di crediti e a una diminuzione del tasso di interesse.”

regolamentazione dell'attività del sistema bancario, che l'elasticità del credito possa causare distorsioni della struttura produttiva.¹¹

Le proposte di riforma istituzionale del sistema creditizio e finanziario avanzate dagli economisti 'austriaci' per prevenire le crisi si basano su due distinte ipotesi di intervento. Da un lato, vi sono coloro che propongono non solo l'abolizione delle banche centrali e dei sistemi di assicurazione sui depositi, ma anche l'abolizione del sistema bancario a riserva frazionaria e il confinamento dell'attività bancaria alla gestione di un sistema di depositi integralmente coperto da riserve costituite da oro, da altre merci o da determinati panieri di beni (*100% Reserve Banking*).¹² In sostanza, questa proposta equivale a limitare le operazioni sul mercato del credito al funzionamento di un circuito di finanziamento diretto. Essa quindi implica il ritorno a un sistema contraddistinto dalla rigida separazione tra moneta e credito (Capitolo 2, paragrafo 2.5.). Dall'altro lato, invece, vi sono coloro che, pur proponendo l'abolizione delle banche centrali e dei sistemi di assicurazione sui depositi, sono favorevoli al mantenimento di un sistema bancario a riserva frazionaria, ma soltanto nel contesto di un regime di libero mercato (*free banking*),¹³ e a condizione che il

¹¹ Donzelli (1988), p. 76. Durante gli anni della Grande depressione, la sostanza della ricetta 'austriaca' per il superamento della fase di crisi del ciclo economico ha trovato una eco nelle linee di politica economica patrocinate dal Segretario al Tesoro dell'amministrazione Hoover, Andrew Mellon, sinteticamente espresse in una famosa affermazione attribuitagli proprio dall'allora presidente degli Stati Uniti nelle sue memorie: "Liquidate labor, liquidate stocks, liquidate the farmers, liquidate real estate. [...] It will purge rottenness out of the system. High costs of living and high living will come down. People will work harder, live a more moral life. Values will be adjusted, and enterprising people will pick up the wrecks from less competent people" (citato in Hoover (1952), p. 30). Roger Garrison (2005, p. 515) attribuisce la sconfitta inflitta negli anni '30 del secolo scorso dagli economisti di ispirazione keynesiana alla scuola 'austriaca' non tanto a debolezze intrinseche alla teoria macroeconomica 'austriaca', quanto alla scarsa appetibilità delle prescrizioni di politica economica che ne derivano. Una sconfitta che, secondo Garrison, negli anni '70 sarebbe poi stata parzialmente vendicata dalla controrivoluzione monetarista: "The political attractiveness of the policy prescriptions based on the Keynesian theory (spending programmes, tax cuts, deficit finance and monetary expansion) and the absence of a comparable list of politically attractive policy prescriptions associated with the Austrian theory go long way in accounting for the decisive victory in the 1930s of Keynesianism over Austrianism. Over the following decades, however, the cumulative effects of the excesses of Keynesian policy (debt monetization and double-digit inflation) eventually caused monetarism to be seen as the more responsible alternative. Endorsing monetarism – though not actually institutionalizing the monetary rule – became politically viable."

¹² Negli anni '30 del secolo scorso questa proposta era già stata avanzata da Henry Simons (1936) e da Irving Fisher (1936). Per una rivisitazione in chiave moderna del cosiddetto *Chicago Plan*, si veda Beneš e Kumhof (2012), mentre una illustrazione sintetica si trova in Turner (2016). La paternità dell'idea di garantire i depositi bancari con riserve costituite da un determinato paniere di beni appartiene invece a Graham (1937) e sarebbe poi stata ripresa da Milton Friedman (1951).

¹³ "Free banking can be defined as a banking system that operates in an environment free of any government intervention. There is no central bank, no central bank lender of last resort, no government deposit insurance, and no government regulation of the financial system as such. Let us therefore assume that the legal system is a liberal one that provides for the enforcement of any

sistema resti saldamente ancorato a una qualche forma di moneta-merce.¹⁴ Secondo i proponenti del regime di *free banking*, in questo modo, l'effettiva prospettiva di fallimento imposta dalla disciplina di mercato ai banchieri che fanno parte del sistema creditizio obbligherebbe questi ultimi a tenere comportamenti responsabili, garantendo così margini di stabilità finanziaria irraggiungibili attraverso l'intervento governativo.¹⁵

1.2. La necessità di sviluppare un modello teorico alternativo basato sulla non neutralità della moneta e della finanza

Negli ultimi novant'anni, per ben due volte, l'economia mondiale è stata scossa da rovinose cadute dei livelli del reddito e dell'occupazione precedute da crisi bancarie e finanziarie internazionali legate allo scoppio di gigantesche bolle speculative. È certamente curioso che, sia negli anni precedenti la Grande depressione che in quelli antecedenti la Grande recessione, il paradigma macroeconomico dominante descrivesse il funzionamento delle moderne economie di tipo capitalista postulando il principio di neutralità della moneta e della finanza. Tuttavia, Marcello Messori (2012) ha osservato come, a differenza di quanto avvenuto negli anni '30 e di quanto accaduto durante il periodo della stagflazione degli anni '70 del secolo scorso, la terza grande crisi globale delle economie a organizzazione capitalista non abbia sollecitato alcuno sviluppo che portasse alla definizione di un modello teorico alternativo a quello del 'consenso' contemporaneo. Il principio di neutralità della moneta e della finanza non è stato messo in discussione dagli economisti del *mainstream* accademico di ispirazione neoclassica, e lo scoppio della crisi, se non proprio imputabile a uno shock del tutto anomalo e imprevedibile (un vero e proprio *cigno nero* secondo la definizione di Nassim Taleb 2007), è stato attribuito a una serie di specifiche cause esogene di origine pubblica.

La recente, rinnovata attenzione per la teoria 'austriaca' del ciclo e della crisi probabilmente si spiega col fatto che, rispetto alla ortodossia contemporanea di ispirazione neoclassica, l'eterodossia 'austriaca' offre un quadro interpretativo che

contract between freely consenting parties. We can also describe such a regime as one of financial laissez-faire." (Dowd (2015), p. 215)

¹⁴ "We can [...] picture free banking systems operating under alternative commodity anchors. Instead of a gold anchor, the anchor might consist of some other commodity (e.g., silver, copper, brick, etc.) or basket of commodities [...]. In each case, the price level would depend on demand and supply in the market for the relevant anchor commodity or commodities basket. We can also picture a free banking system based on a frozen monetary base [...]; in this case, the price level would depend on demand and supply in the market for the monetary base, which, in the event of a frozen monetary base, means that the price level would depend on the demand factor only." (*Ibidem*, p. 221)

¹⁵ Per un approfondimento sui temi legati al *free banking*, si vedano, oltre a Hayek (1975c, 1976), Huerta de Soto (1998, 2012), Salin (1990), Sechrest (1993), Selgin (1988, 1994, 2015) e White (1984, 2011).

porta a considerare lo scoppio della Grande recessione come il prodotto endogeno di un errato assetto istituzionale del sistema bancario a riserva frazionaria, se non addirittura della stessa presenza della moneta creditizia di origine bancaria. La teoria ‘austriaca’ del ciclo e della crisi sembra dunque offrire uno strumento analitico universalmente applicabile alla spiegazione dei cicli finanziari e delle bolle speculative che li accompagnano. In realtà, per stessa ammissione degli economisti di scuola ‘austriaca’, ogni crisi è caratterizzata da una distorsione della struttura intertemporale del capitale e della produzione che necessita di una sua spiegazione particolare, generalmente legata, come nel caso delle interpretazioni delle origini della crisi fornite dagli economisti del *mainstream* macroeconomico contemporaneo, a specifiche cause esogene imputabili alle autorità pubbliche.¹⁶

Ma le interpretazioni della crisi fondate sulle categorie dell'imprevedibile anomalia, dell'errore, o della diffusione di condotte fraudolente che portano alla prevalenza della finanza ‘cattiva’ su quella ‘buona’ (Zingales 2015) non appaiono soddisfacenti, perché, mentre invocano e descrivono le bolle speculative, i comportamenti speculativi e le conseguenze che ne possono derivare, non ne forniscono alcuna spiegazione convincente. Tanto più, se si confronta questo vuoto teorico con una realtà storica, quella che ha contraddistinto le moderne economie di mercato, punteggiata dalla scoppio regolare e quasi ininterrotto di crisi bancarie più o meno sistemiche (Reinhart e Rogoff 2009).

Per colmare questo vuoto, è necessario tornare agli anni '30 del secolo scorso, in modo tale da poter recuperare gli elementi di analisi rivoluzionari contenuti nella *Teoria generale* di Keynes e riscoprire l'ambizione dell'economista di Cambridge di sostituire i paradigmi basati sulla legge di Say e sull'irrilevanza delle grandezze monetarie e finanziarie con un paradigma alternativo, invece fondato sul principio della domanda effettiva, sulla non neutralità della moneta e sull'incertezza. Luigi

¹⁶ “[...] the Austrian theory [of the business cycle] carries the message that there is no single canonical version of the theory. Our understanding of boom and bust is not based upon some pat story to be told once and for all time. Rather, the theory allows for variations on a theme. The market works; it tailors production decisions to consumption preferences. But production takes time, and as the economy becomes more capital intensive, the time element takes on greater significance. The role of the interest rate in allocating resources over time becomes an increasingly critical one. Still, if the interest rate is right, that is, if the interplay between lenders and borrowers is allowed to establish the natural rate, then the market works right. However, if the interest rate is wrong, possibly because of central bank policies aimed at “growing the economy”, then the market goes wrong. The particulars of just how it goes wrong, just when the misallocations are eventually detected, and just what complications the subsequent reallocation might entail are all dependent on the underlying institutional arrangements and on the particular actions of policy makers and reactions of market participants” (Garrison (1996a), pp. 13-14). Per specifici adattamenti della teoria del ciclo e della crisi ‘austriaca’ agli eventi che hanno contraddistinto gli anni precedenti e successivi lo scoppio della Grande recessione e della crisi nell'Eurozona, si vedano De Aguirre (2014), Garrison (2009a, 2009b), Horwitz (2010), Salerno (2012), Salin (2009a) e Young A. T. (2015).

Pasinetti ha sottolineato che il principio della domanda effettiva, in quanto *principio*, caratterizza le moderne economie di mercato a un livello molto più profondo di quello desumibile dalle relazioni comportamentali descritte da Keynes nei capitoli 3 e 8 della *Teoria generale*:

‘The Principle of Effective Demand’ is the title of a crucial chapter – Chapter 3 – of Keynes’s *General Theory* [...]. Chapter 3 is very succinct. Keynes comes back later to the Aggregate Demand Function in greater detail, presenting it as the sum of a consumption function and an investment function. [...] When the analytical purpose is that of determining effective demand, the appropriate procedure is that adopted by Keynes in Chapter 3 of *The General Theory*, namely the setting up of functions expressing the behaviour of an economy within a specific institutional set-up. [...] But when the analytical purpose is to single out the basic characteristics of a ‘monetary production economy’ – as Keynes called it – one must make an effort to descend to a deeper level of investigation [...] [and to] give up, for a moment, any pretence to represent the way in which an economy *actually* behaves. In our case, this means no less than leaving aside Keynes’s consumption and investment functions [and to suppose] that at any given point in time a *production* economy is characterized by a specific and well-differentiated productive capacity and by a corresponding labour force (with specific skills and training) that are the result of past activity. [...] *Actual* production will be realized only for that amount for which demand is expected. Actual production will thus turn out to be whatever effective demand is expected to be. In this sense, effective demand generates production. [...] This process is a basic characteristic of any production economy. It is quite independent of any behavioural relations and thus of any particular adaptation mechanism. It is independent of market structure, it is even independent of the particular consumption and investment functions introduced by Keynes. [...] It is this basic [...] characteristic, lying at the very foundations of industrial societies, that – I should venture to say – represents the ‘principle of effective demand’.¹⁷

Nei paragrafi seguenti vedremo che, in alcune bozze della *Teoria generale* Keynes spiega il principio della domanda effettiva senza fare alcun riferimento specifico alle determinanti della domanda di beni di consumo e della domanda di beni capitali, e senza menzionare il processo di moltiplicazione del reddito che, da una variazione esogena della spesa per beni di investimento, conduce a una analoga variazione dei risparmi,¹⁸ ma evidenziando le caratteristiche peculiari del processo di produzione

¹⁷ Pasinetti (1997), pp. 93, 95, 98-100.

¹⁸ “[...] in a situation of under-employment of labour and under-utilization of productive capacity, any increase of demand, no matter where it comes from, induces a process of adaptation of *physical* output and employment, at roughly constant prices, to the increased demand (the multiplier mechanism), thus generating exactly the amount of saving required to match the increased investment demand. It is this physical-quantity-adjustment mechanism operating through the multiplier mechanism up to the point of full-capacity utilization (and full employment), taking place through variations of physical quantities of output (and employment) at roughly constant prices,

che consentono di distinguere una moderna economia monetaria dall'economia di baratto della tradizione neoclassica.

Vedremo, inoltre, che la considerazione del ruolo svolto dalla moneta di origine bancaria nella *Teoria dello sviluppo economico* di Schumpeter è essenziale per spiegare:

- (i) la natura monetaria dell'incertezza sottostante il principio della domanda effettiva che, a giudizio di Keynes, caratterizza l'*economia monetaria di produzione* capitalista;
- (ii) che il dinamismo e il cambiamento che contraddistinguono le moderne economie monetarie non nascono da variazioni nei gusti e nelle preferenze espresse dai consumatori, bensì dalla capacità imprenditoriale di prendere decisioni in condizioni di conoscenza incerta che non sono eliminabili attraverso una 'mappa' fornita dal sistema dei prezzi;
- (iii) il fenomeno della speculazione;
- (iv) la natura endogena delle crisi economiche che possono colpire le moderne economie di mercato, non solo a causa di una carenza di domanda aggregata, ma anche perché, come ha sottolineato Keynes nel Capitolo 12 della *Teoria generale*, in una economia monetaria di produzione la 'speculazione' può prendere il sopravvento sulla 'intraprendenza', e
- (v) che il dibattito sul ruolo della politica economica non può essere confinato alla maggiore o minore opportunità di controllare il livello di breve periodo della domanda aggregata attraverso gli strumenti della politica monetaria e/o della politica fiscale.

Quella che si propone, quindi, è una lettura eterodossa delle cause della crisi basata su un modello analitico che si traduce in un reciproco arricchimento degli approcci teorici sviluppati da Keynes e Schumpeter nella prima metà del secolo scorso. Da un lato, infatti, l'approccio dinamico di Schumpeter permette di chiarire la natura intima del principio della domanda effettiva. Dall'altro lato, i contributi di Keynes successivi alla pubblicazione del *Trattato della moneta*, consentono di mostrare che i meccanismi che generano il processo di sviluppo economico descritto da Schumpeter sono, al contempo, alla radice della intrinseca fragilità e predisposizione alle crisi delle economie capitaliste.¹⁹

that has been indicated as representing the central contribution of Keynes's *General Theory*. Some scholars have gone further and have singled out precisely this physical-quantity adjustment mechanism as Keynes's [...] 'principle of effective demand'. [...] But this is jumping to the conclusion too hastily. The simple macroeconomic scheme is an effective dialectical device to show the physical quantity adjustment mechanism operating in a market production economy, and should be presented as such, not as a fundamental principle." (*Ibidem*, pp. 96-98)

¹⁹ L'utilità di un approccio teorico che integri la teoria della determinazione del reddito basata sul principio della domanda effettiva di Keynes con la teoria dello sviluppo economico di Schumpeter è già stata sottolineata in Bertocco (2007, 2009b), Dosi (2012), Dosi *et alia* (2010, 2015), Goodwin

Quanto segue è basato sulle idee contenute in Bertocco e Kalajzic (2016a) e in diversi altri articoli (Bertocco e Kalajzic 2014, 2015a, 2015b, 2016b, 2016c, 2017a e 2017b) attualmente sotto referaggio.

2. La natura monetaria del principio della domanda effettiva

Keynes iniziò a lavorare alla *Teoria generale* nel 1932, nell'intento di elaborare una teoria che consentisse di superare l'assunto neoclassico della neutralità della moneta nella determinazione delle grandezze reali del sistema economico. Nel 1933, Keynes pubblicò uno scritto che venne inserito in una importante raccolta di saggi in onore dell'economista tedesco Arthur Spiethoff, avente per oggetto lo stato corrente e quello futuro della ricerca sulle fluttuazioni cicliche (*Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung*). Tra gli altri contributi, spiccano quelli di Schumpeter, Wesley Mitchell e di numerosi esponenti di prestigio della scuola 'austriaca' dell'epoca e dell'ordoliberalismo tedesco, quali Hayek, Mises, Haberler, Eucken, Lutz, Müller-Armack e Röpke. Nel suo scritto, Keynes affermò la necessità di sviluppare una teoria monetaria della produzione (*monetary theory of production*) che consentisse di descrivere adeguatamente le differenze strutturali tra una economia di baratto (*real-exchange economy*) e una economia propriamente monetaria (*monetary economy*), una economia, cioè, in cui la moneta non svolge semplicemente la funzione di intermediario degli scambi, ma entra nelle motivazioni e nelle decisioni, tanto da poter essere considerata la causa delle fasi espansive e depressive che caratterizzano il ciclo economico:

The distinction which is normally made between a barter economy and a monetary economy depends upon the employment of money as a convenient means of effecting exchanges - as an instrument of great convenience, but transitory and neutral in its effect. [...] That, however, is not the distinction which I have in mind when I say that we lack a monetary theory of production. An economy, which uses money but uses it merely as a neutral link between transactions in real things and real assets and does not allow it to enter in motives or decisions, might be called - for want of a better name - a *real-exchange economy*. The theory which I desiderate would deal, in contradistinction to this, with an economy in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behaviour of money between the first state and the last. And it is this which we ought to mean when we speak of a *monetary economy*. [...] I suspect [that the conditions required for the 'neutrality' of money are] precisely the same as those which will insure that crises *do not occur*. If this is true, the real-exchange economics, on which most of us have been brought up

(1993), Mazzucato e Wray (2015), Minsky (1986b), 1993), Morishima (1992), Vercelli (1997) e Whalen (2001).

and with the conclusions of which our minds are deeply impregnated [...] is a singularly blunt weapon for dealing with the problems of booms and depressions. For it has assumed away the very matter under investigation. [...] I am saying that booms and depressions are peculiar to an economy in which – in some significant sense [...] money is not neutral. Accordingly I believe that the next task is to work out in some detail a monetary theory of production, to supplement the real exchange theories which we already possess. At any rate that is the task on which I am now occupying myself, in some confidence that I am not wasting my time.²⁰

In una bozza della *Teoria generale*, anch'essa risalente al 1933, ove Keynes sostituisce l'espressione *entrepreneur economy* a quella di *monetary economy*, e utilizza il termine *co-operative economy* come sinonimo di *real-exchange economy*, l'economista di Cambridge attribuisce il ciclo economico alle fluttuazioni della domanda effettiva, chiedendosi poi retoricamente, se queste ultime possano essere descritte come un fenomeno monetario:

[...] in an entrepreneur economy the fluctuations of effective demand may be the dominating factor in determining the volume of employment; [...] It is pertinent to ask the question whether the fluctuations of effective demand can be properly described as a *monetary* phenomenon.²¹

Come noto, gli sforzi di Keynes per dare una risposta a questa domanda culminano con la pubblicazione della *Teoria generale*:

Questo libro [...] è [...] in sostanza uno studio delle forze che determinano variazioni del volume della produzione e dell'occupazione a livello globale; e [...] vi si trova che la moneta entra nello schema economico in un modo essenziale e peculiare [...].²²

Dalla pubblicazione della *Teoria generale* in avanti, la relazione tra la moneta e il principio della domanda effettiva è stata oggetto di innumerevoli studi da parte degli economisti keynesiani. Sostanzialmente, si possono individuare tre differenti approcci che descrivono questa relazione, basati, rispettivamente:

- (i) sulla teoria della preferenza per la liquidità,
- (ii) sul processo di accumulazione di un tipo di moneta che non è prodotto attraverso il lavoro, e
- (iii) sulla teoria della endogenità dell'offerta di moneta elaborata dagli economisti postkeynesiani.

²⁰ Keynes (1933f), in *C.W.K.*, vol. XIII, pp. 408-411.

²¹ Keynes (1933b), in *C.W.K.*, vol. XXIX, pp. 80, 85.

²² Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 172.

Tutte e tre queste spiegazioni sulla natura monetaria del principio della domanda effettiva presentano però dei limiti illustrati qui di seguito.

2.1. I limiti delle spiegazioni keynesiane convenzionali sulla natura monetaria del principio della domanda effettiva

2.1.1. Il principio della domanda effettiva e la teoria della preferenza per la liquidità

Molti economisti keynesiani considerano la teoria della preferenza per la liquidità come il cardine imprescindibile della *Teoria generale*. Colin Rogers, per esempio, afferma che:

In its most general form the principle of effective demand demonstrates that the rate of interest sets a limit to the profitable expansion of output before full employment is achieved. Keynes also argued in the *General Theory* that there was no mechanism in a laissez faire economy for automatically generating the natural rate of interest consistent with full employment. [...] Keynes [...] makes it clear that the failure of the rate of interest to automatically fall to the level consistent with full employment is to be a key element of his analysis.²³

Tuttavia, come abbiamo visto alla fine del decimo capitolo (paragrafo 3.), la teoria della preferenza per la liquidità soffre del fatto che, riconoscendo l'esistenza di un livello del tasso di interesse 'ottimo' o 'opportuno' corrispondente all'equilibrio di piena occupazione, Keynes indebolisce la sua tesi sulla invalidità della legge di Say. In questo modo, infatti, egli fa rientrare dalla finestra il tasso di interesse 'naturale' di Wicksell, che, nelle sue intenzioni, era stato accompagnato alla porta grazie alla formulazione della sua teoria monetaria del tasso di interesse.

Inoltre, l'idea che esista un tasso di interesse corrispondente alla piena occupazione suggerisce che il problema della disoccupazione involontaria possa essere eliminato semplicemente colmando le discrepanze che si dovessero manifestare tra il tasso di interesse che garantisce l'equilibrio sul mercato della moneta e il tasso di interesse 'ottimo' o 'opportuno'. Gli esponenti della 'vecchia' sintesi neoclassica (Capitolo 9, paragrafo 1.) avevano individuato un meccanismo di aggiustamento automatico basato sul funzionamento degli *effetti Keynes e Pigou*. Gli esponenti della 'nuova' sintesi neoclassica (Capitolo 10, paragrafo 2.3.), invece, hanno affidato il compito di riallineare il tasso di interesse al suo livello di piena occupazione direttamente alle autorità monetarie. In questo caso, il concetto di 'trappola della liquidità' viene associato al concetto di *Zero Lower Bound*, a significare

²³ Rogers (2008), pp. 2, 8. Analogamente, secondo Dudley Dillard (1987, p. 1632): "[...] the money rate [of interest] is strategic in impeding new investment and leads thereby to involuntary unemployment of labor. This is Keynes's ultimate explanation of why the means of production are withheld from labor as a normal condition in a money-making economy."

che, in talune circostanze, neanche un tasso di interesse nullo può essere sufficiente a ricondurre il sistema verso il suo equilibrio di piena occupazione. Come abbiamo visto in precedenza, è proprio questo il caso che si è verificato dopo lo scoppio della Grande recessione e della crisi nell'Eurozona. Cionondimeno, l'esistenza del tasso di interesse 'naturale' di Wicksell non è mai stata messa in dubbio. Gli economisti del *mainstream* accademico contemporaneo infatti ipotizzano che, in conseguenza dell'effetto congiunto prodotto da una caduta della propensione a investire e da un aumento della propensione al risparmio, dipendenti in parte da fattori strutturali e in parte da fattori legati alla crisi, il tasso di interesse 'naturale' si trovi attualmente in territorio negativo.²⁴

2.1.2. *Il principio della domanda effettiva e le caratteristiche della moneta-segno*

Come la spiegazione basata sulla teoria della preferenza per la liquidità, anche questa seconda spiegazione sulla natura monetaria del principio della domanda effettiva fa riferimento alla funzione di fondo di valore della moneta.

Nel Capitolo 17 della *Teoria generale*, Keynes definisce due proprietà di elasticità che consentono di distinguere la moneta-segno dalla moneta-merce e di illustrare i motivi per i quali, in un mondo permeato dall'incertezza, la moneta non è neutrale rispetto alle grandezze reali del sistema. In primo luogo, “la moneta, sia in periodi lunghi che in periodi brevi, ha una elasticità di produzione pari a zero, o comunque piccolissima, per quanto riguarda il potere dei privati, distinti dall'autorità monetaria. [...] In altre parole, la moneta non può essere facilmente prodotta: gli imprenditori non possono destinare lavoro a volontà per produrre moneta in quantità crescenti a mano a mano che il suo prezzo aumenta [in risposta a un aumento della quantità domandata]”²⁵. In secondo luogo, la “[...] moneta [...] possiede una elasticità di sostituzione uguale, o quasi, a zero”²⁶. Keynes, cioè, assume che non esistano stretti sostituti della moneta la cui produzione richieda l'impiego di lavoro. “Dunque, non soltanto è impossibile destinare maggior quantità di lavoro alla produzione di

²⁴ Bertocco e Kalajzic (2016c) spiegano l'apparente controsenso dell'esistenza di un tasso di rendimento reale (*fisico*) negativo dello stock di beni capitali facendo riferimento al caso di una economia-grano: “If corn had the same characteristics of money, that is, if it were not perishable and storable at no cost, the natural rate of interest may not be negative because no saver would be willing to lend a quintal of corn today in exchange for the promise to receive 90 kilograms of corn in the future. If, instead, corn were perishable, then the only choice for the savers that wish to dispose of a certain quantity of corn in the future would be to lend it to businesses. In this case, investments represent the tool allowing to transform today's corn in tomorrow's corn. The interest rate could be even negative as investors may be willing to lend a quintal of corn in order to receive 90 kilograms of corn in the future, if they expect, that, in the future, they will not have an income in terms of corn.”

²⁵ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 420.

²⁶ *Ibidem*, p. 421.

moneta quando il suo prezzo [...] aumenta, ma la moneta è un pozzo senza fondo per il potere d'acquisto, quando aumenta la domanda di essa, poiché non esiste alcun livello del suo prezzo al quale la domanda venga deviata [...] in modo da riversarsi su altre cose”²⁷. La conclusione di Keynes è che “la disoccupazione si sviluppa perché la gente vuole la luna: gli uomini non possono essere occupati quando l’oggetto del desiderio (cioè la moneta) è qualcosa che non può essere prodotta e la cui domanda non può essere facilmente ristretta”²⁸.

Queste argomentazioni di Keynes appaiono tuttavia ambigue. Esse, infatti, sembrano suggerire che l’atto di risparmio associato al tesoreggiamento della moneta-segno implichi una caduta della domanda aggregata, perché una quota del reddito corrente sottratta ai consumi non è più destinabile all’acquisto di beni di investimento. Si tratta di un salto logico non indifferente, dal momento che il principio della domanda effettiva finisce per essere spiegato all’interno di un quadro analitico tipicamente neoclassico. Si consideri, per esempio, la seguente affermazione di Paul Davidson:

[...] the basic message of Keynes’s principle of effective demand is that too great a demand for savings in the form of liquid (non reproducible assets) [...] can prevent ‘saved’ (i.e. inutilized or involuntary unemployed) real resources from being employed to expand the economy’s productive facilities.²⁹

Nell’ambito del modello di determinazione del reddito elaborato da Keynes nella *Teoria generale*, il tesoreggiamento di moneta-segno non soltanto non riduce la spesa

²⁷ *Ibidem*, pp. 420-421.

²⁸ *Ibidem*, p. 378. Davidson (1994, pp. 95-96) riassume il ragionamento di Keynes nel modo seguente: “[...] suppose because the future suddenly appears more uncertain, people decide to buy fewer space vehicles (automobiles) to transport themselves geographically and instead demand more time vehicles to convey their purchasing power to an unspecified future time to meet possible liquidity needs. The decreased demand for space vehicles causes unemployment in the economy’s auto factories. The increased demand for liquidity does not induce an offsetting increase in employment in the production of money or any good producible in the private sector. Of course, if peanuts were money then unemployment in the auto industry would be offset by increased employment in the peanut farms. The change in the relative price of peanuts *vis-à-vis* autos would cause the invisible hand of the market-place to induce the reallocation of workers and equipment from auto factories to peanut farms. Say’s Law would hold and the economy would have no barrier to achieving full employment. Uncertainty and unwillingness to commit earned income to current purchases of producibles (a process that the layperson terms savings) will cause unemployment if, *and only if*, the object of the savers’ desire is a resting place for their savings that is nonproducible and not readily substitutable for producibles – even if prices are flexible. If prices are flexible and producibles were good substitutes for nonproducibles as liquidity time machines, then an increased propensity to save by the members of a community cannot, *ceteris paribus*, cause unemployment. In other words, if producible durables are capable of ‘doing money’s duty equally well’ then involuntary unemployment cannot be a significant problem for market-oriented, monetary economies”.

²⁹ Davidson (2001), p. 400.

per beni di investimento, ma ne rappresenta invece una conseguenza. Per comprendere questo punto, è necessario specificare i meccanismi di creazione della moneta-segno accumulata nel tempo dagli agenti economici.

Come abbiamo visto nell'ottavo capitolo (paragrafi 4.2. e 4.3.), nonostante la considerazione dei depositi bancari tra le attività che compongono l'offerta di moneta, nella *Teoria generale*, Keynes prescinde da una analisi approfondita del mercato del credito, concentrando i suoi sforzi sulla definizione della teoria della preferenza per la liquidità. Ma se, da un lato, l'elaborazione della teoria della preferenza per la liquidità gli ha consentito di completare la descrizione del suo modello di determinazione del reddito senza 'lasciare il tasso di interesse per aria', dall'altro, essa ha però lasciato aperto il problema del finanziamento della spesa per beni di investimento, perché, nel mondo descritto nella *Teoria generale*, l'acquisto di beni capitali *precede* la formazione di una quantità di risparmio corrispondente:

[...] if investment is not financed by savers making available their 'free capital' for transformation into 'fixed capital' – as Marshall [...] had put it – but instead the voluntary saving takes place *after* the expenditure on fixed capital formation, how then is that expenditure initially financed?³⁰

Negli anni immediatamente successivi alla pubblicazione della *Teoria generale*, Keynes è stato obbligato a occuparsi del problema del finanziamento della spesa per beni di investimento nel corso di un celebre dibattito avente per oggetto la contrapposizione tra la teoria della preferenza per la liquidità e la teoria dei fondi prestabili propugnata da Ohlin e Robertson. Ohlin, in particolare, pose esplicitamente il problema dell'esistenza di un potenziale vincolo alla realizzazione dei nuovi investimenti programmati:

Of all the possible investments which seem profitable, only some are planned for the next period and actually begun. This may be due to the fact that the present cash and credit resources of the firm are not large enough to permit more, or that the expected cash and credit resources put a check on the investments.³¹

L'introduzione della categoria degli investimenti *ex ante* (pianificati) e di quella degli investimenti *ex post* (effettivamente realizzati) indusse Keynes a riconoscere l'esistenza di vincoli alla possibilità di attuazione dei programmi di spesa e ad affrontare il problema del finanziamento delle decisioni di investimento:

³⁰ Dalziel, P. (2001), p. 53.

³¹ Ohlin, B. (1937a), p. 61.

[...] Professor Ohlin [...] has compelled me to attend to an important link in the causal chain which I had previously overlooked [...].³² [...] Planned investment – i.e. investment *ex ante* – may have to secure its ‘financial provision’ *before* the investment takes place; that is to say, before the corresponding saving has taken place.³³ [...] a heavy demand for investment can exhaust the market and be held up by lack of financial facilities on reasonable terms. It is to an important extent, the ‘financial’ facilities which regulate the pace of *new* investment.³⁴ [...] There has, therefore, to be a technique to bridge [the] gap between the time when the *decision* to invest is taken and the time when the correlative investment and saving actually occur.³⁵

Tuttavia, Keynes fu molto netto nel rifiutare ogni possibile collegamento tra decisioni di risparmio e decisioni di investimento:

In order that the entrepreneur may feel himself sufficiently liquid to be able to embark on the transaction, someone else has to agree to become, for the time being at least, more unliquid than before. Professor Ohlin seems to be suggesting that this supply of liquid finance is forthcoming from those individuals who have the intention to save at some future date. But if so, how do they do it? [...] The *ex ante* saver has no cash, but it is cash which the *ex ante* investor requires. [...] Surely nothing is more certain than that the credit or ‘finance’ required by *ex ante* investment is not mainly supplied by *ex ante* saving.³⁶

Keynes, invece, individua nel mercato del credito bancario e nel mercato delle nuove emissioni le due possibili fonti di finanziamento della spesa per investimenti:

[...] the transition from a lower to a higher scale of activity involves an increased demand for liquid resources which cannot be met without a rise in the rate of interest, unless the banks are ready to lend more cash or the rest of the public to release more cash at the existing rate of interest. If there is no change in the liquidity position, the public can save *ex ante* and *ex post* and *ex* anything else until they are blue in the face, without alleviating the problem in the least [...]. This means that, in general, the banks hold the key position in the transition from a lower to a higher scale of activity. If they refuse to relax, the growing congestion of the short-term loan market or of the new issue market, as the case may be, will inhibit the improvement, no matter how thrifty the public purpose to be out of their future incomes. On the other hand, there will always be *exactly* enough *ex post* saving to take up the *ex post* investment and so release the finance which the latter had been previously employing. The investment market can become congested through shortage of cash. It can

³² Keynes, J.M. (1937d), in *C.W.K.*, vol. XIV, pp. 215-216.

³³ Keynes, J.M. (1937b), in *C.W.K.*, vol. XIV, pp. 207-208.

³⁴ *Ibidem*, p. 210.

³⁵ *Ibidem*, p. 208.

³⁶ Keynes, J.M. (1937d), in *C.W.K.*, vol. XIV, pp. 217-219.

never become congested through shortage of saving. This is the most fundamental of my conclusions within this field.³⁷

Secondo Keynes, dunque, credito bancario e detesoreggiamento di fondi liquidi oziosi non costituiscono forme di finanziamento alternative al risparmio corrente, come invece avviene nella teoria dei fondi prestabili di Ohlin e Robertson (Capitolo 7., paragrafo 2.). L'approccio della *Teoria generale*, basato sulla inversione della relazione causale fra i risparmi e gli investimenti, non è messo in discussione dalla necessità di esplicitare i canali attraverso i quali è possibile finanziare i progetti di investimento:

Increased investment will always be accompanied by increased saving, but it can never be preceded by it. Disharding and credit expansion provides not an *alternative* to increased saving, but a necessary preparation for it. It is the parent, not the twin, of increased saving.³⁸

La risposta di Keynes alle critiche di Ohlin e Robertson consente di evidenziare che, nell'ambito del modello di determinazione del reddito emerso dalla *Teoria generale*, una accumulazione di moneta-segno deve necessariamente essere ricondotta alle operazioni di credito tra le banche commerciali e le imprese. Se le imprese finanziassero la loro spesa per beni di investimento con l'emissione di titoli, si osserverebbe infatti una variazione nella *composizione*, ma non nella *dimensione* dello stock di ricchezza, che sarebbe per di più accompagnata da una diminuzione (e non da un aumento) della quantità di moneta tesoreggiata.

Possiamo quindi concludere che, poiché la creazione di nuova moneta di origine creditizia accompagna un aumento della domanda aggregata che compensa la diminuzione della domanda di beni di consumo legata alle decisioni di risparmio degli agenti economici, nel modello keynesiano le fluttuazioni della produzione e dell'occupazione non possono essere attribuite al tesoreggiamento di moneta-segno. Esse, piuttosto, dipendono dalla instabilità delle decisioni di investimento e da

³⁷ *Ibidem*, p. 222 (grassetto aggiunto nel testo).

³⁸ Keynes, J.M. (1939), in *C.W.K.*, vol. XIV, p. 281. Già nella *Teoria generale* Keynes era stato molto critico nei confronti della teoria dei fondi prestabili, aggiungendo anche un velato riferimento alla teoria 'austriaca' del ciclo e della crisi. A giudizio di Keynes, infatti, la teoria dei fondi prestabili "ha portato alle peggiori confusioni. Giacchè gli economisti della scuola neoclassica hanno dedotto che vi devono essere *due* fonti di offerta per far fronte alla tabella di domanda dell'investimento: cioè il risparmio vero e proprio, che è il risparmio di cui tratta la scuola classica, *più* la somma resa disponibile da un qualsiasi aumento della quantità della moneta [...]. Ne deriva l'idea che vi sia un saggio di interesse 'naturale' o 'neutrale' o 'di equilibrio', ossia quel saggio di interesse che adduce all'eguaglianza fra l'investimento e il risparmio classico vero e proprio [...]; e ne deriva infine quella che è la soluzione più ovvia di tutte, supposto che essi fossero sulla strada giusta fin dall'inizio, ossia che se soltanto la quantità di moneta si potesse mantenere costante in tutte le circostanze [...], i mali che si attribuiscono alla supposta eccedenza dell'investimento sul risparmio vero e proprio non sarebbero più possibili." (Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], pp. 370-371)

eventuali variazioni della propensione marginale al risparmio. Data la spesa per investimenti, ciò che conta sono le decisioni relative alla quota di reddito da destinare al risparmio, e non le modalità di impiego del risparmio stesso:

If we should find that the creation of new money results in an increase in aggregate demand capable of offsetting the lower demand for goods induced by agents' saving decisions, then [...] it [would] not [be] possible [anymore] to maintain that agents' decisions to accumulate money produce a drop in aggregate demand [...]. [...] the establishment of a level of income insufficient to generate full employment depends not so much on the presence of fiat money as on factors that influence investment decisions and saving decisions.³⁹

Queste conclusioni possono essere illustrate attraverso un esempio numerico, basato su un semplicissimo modello keynesiano, in cui il livello del reddito nominale (Y) è funzione di due sole categorie di spesa, i consumi (C) e gli investimenti (I). Inoltre, non si prende in considerazione l'impatto di variazioni del tasso di interesse sulla spesa per beni di investimento, perché si vuole sottolineare l'influenza preponderante esercitata su di essa dagli 'slanci vitali' (*animal spirits*) degli imprenditori.

Il modello è quindi composto da due equazioni, in cui il livello dei consumi è determinato in funzione della propensione marginale al consumo (c), e in cui il livello degli investimenti viene considerato esogeno (\bar{I}). Una terza equazione, infine, definisce la tradizionale condizione di equilibrio tra il reddito nominale e le singole componenti della spesa aggregata:

- 1) $C = c \cdot Y$
- 2) $I = \bar{I}$
- 3) $Y = C + I$ (con il risparmio (S) pari a $Y - C$).

Sostituendo la 1) e la 2) nella 3) otteniamo:

$$Y = \frac{1}{(1 - c)} \cdot \bar{I}.$$

con

$s = (1 - c)$ propensione marginale al risparmio (poiché, per definizione, $c + s = 1$)

e

$1/(1 - c)$ moltiplicatore della spesa autonoma (in questo caso, i soli investimenti).

Si immagini che, all'inizio di un determinato periodo, la spesa programmata per investimenti ammonti a 100 e che essa venga finanziata interamente dai crediti concessi dalle banche alle imprese. Se la propensione marginale al consumo è pari a

³⁹ Bertocco (2005), p. 492.

0,8, alla fine del periodo, ultimate le fasi del processo moltiplicativo del reddito, si avrà:

$$Y = \frac{1}{0,2} \cdot 100 = 500, C = \frac{0,8}{0,2} \cdot 100 = 400 \text{ e } S = I = 100.$$

Se, invece, la propensione marginale al consumo è pari a 0,5, si ottiene:

$$Y = \frac{1}{0,5} \cdot 100 = 200, C = \frac{0,5}{0,5} \cdot 100 = 100 \text{ e } S = I = 100.$$

Dal momento che, in equilibrio, $Y = C + I$, con $I = S$, le fluttuazioni del reddito devono essere attribuite alle variazioni dei consumi indotte da mutamenti nella propensione marginale al risparmio, e non al modo in cui i soggetti economici decidono di ripartire i risparmi tra moneta e titoli.⁴⁰ Infatti, a parità di investimento e, quindi, di risparmio, quando la propensione marginale al consumo è uguale a 0,5, la spesa per consumi è inferiore di 300 unità non solo nell'ipotesi che i risparmi vengano interamente accumulati sotto forma di moneta, ma anche nell'ipotesi che i risparmi vengano investiti in soli titoli, e nelle ipotesi intermedie in cui il risparmio venga accumulato in parte sotto forma di saldi monetari oziosi e in parte sotto forma di titoli.

2.1.3. *Il principio della domanda effettiva e la teoria sulla endogenità dell'offerta di moneta*

Thomas Palley sottolinea l'esistenza di una pluralità di approcci all'endogenità dell'offerta di moneta. Tuttavia, egli osserva che la versione elaborata dagli economisti postkeynesiani si distingue dalle altre per l'esplicita considerazione della presenza delle banche e del processo di creazione di moneta di origine creditizia.⁴¹

L'approccio postkeynesiano alla endogenità dell'offerta di moneta nasce grazie ai contributi in materia monetaria e creditizia di Nicholas Kaldor, diretti, nell'arco di un quindicennio che va dall'inizio degli anni '70 alla metà degli anni '80 del secolo

⁴⁰ Se si considerano le espressioni che definiscono i consumi e il reddito in condizioni di equilibrio, $C = \frac{c}{s} \cdot \bar{I}$ e $Y = \frac{1}{s} \cdot \bar{I}$, le conseguenze negative di una elevata propensione marginale al risparmio sugli effetti moltiplicativi del reddito sono del tutto evidenti.

⁴¹ "Post-Keynesian monetary theory rejects the notion of exogenous money, and maintains that both neo-Keynesian and classical macroeconomics assume that the money supply is exogenous. [...] I argue that such a claim is overstated, and that a range of distinct approaches to endogenous money exists. Thus, the post-Keynesian innovation is not the distinction between exogenous and endogenous money, but rather the construction of endogenous money in terms of bank lending" (Palley (2002), p. 154). La letteratura postkeynesiana sulla endogenità dell'offerta di moneta è vastissima. Oltre a Palley (2002), si vedano, per esempio, Arestis e Howells (1996), Bertocco (2001, 2005, 2010), Bain e Howells (2009), Cottrell (1994), Dalziel (1996, 2001), Dow (1997), Fontana (2003), Graziani (1984, 1991, 1994, 1996), Howells (1995, 1999, 2006), Lavoie (1984, 1986, 1992, 2003, 2014), Musella e Panico (1995), Nell e Deleplace (1996), Rochon (1999), Rousseas (1989, 1992) e Wray (1990).

scorso, a smontare le tesi, prima emergenti e poi dominanti, di Milton Friedman e dei monetaristi.⁴²

Kaldor individua con chiarezza la natura creditizia della domanda di liquidità delle imprese che intendono finanziare l'acquisto di beni di investimento:

La moneta creditizia è creata [...] dalla concessione di credito bancario ai mutuatari, che se ne servono [...] per acquistare impianti e macchinario [...].⁴³

Come abbiamo già visto in precedenza (Capitolo 7, paragrafo 4. e Capitolo 10, paragrafo 2.3.1.), l'esplicita considerazione dei meccanismi di creazione della moneta di origine bancaria consente a Kaldor di affermare che, quando le autorità monetarie controllano il tasso di interesse, la relazione causale tra la quantità di moneta e il reddito nominale è invertita rispetto a quella postulata dai monetaristi. Pertanto, secondo Kaldor, le evidenze empiriche sulla stabilità della domanda di moneta in rapporto al reddito (o, equivalentemente, sulla stabilità della velocità di circolazione della moneta) non provano affatto la validità della teoria quantitativa della moneta, quanto, invece, la natura endogena dell'offerta di moneta.

Inoltre, nel nono capitolo (paragrafo 2.2.), abbiamo già sottolineato come Kaldor considerasse la teoria della preferenza per la liquidità di Keynes come una modifica della teoria quantitativa, e non come un suo abbandono, che ha involontariamente favorito il *revival* monetarista:

[...] lo sviluppo intellettuale di Keynes [...] è stato una lunga lotta per liberarsi [dalla teoria quantitativa della moneta]; egli riuscì a farlo per stadi successivi [...]. Il primo stadio fu quello di capire che il lavoro è diverso dalle merci [...]. Di qui la sua opposizione al ritorno al sistema monetario aureo alla parità prebellica: il livello dei prezzi interni è legato a quello dei salari, i quali non si modificano verso il basso per mantenere l'equilibrio tra domanda e offerta. Il secondo stadio fu quello di capire o accorgersi che la domanda effettiva di merci nell'aggregato non è determinata da fattori monetari, ma dalla domanda autonoma finanziata mediante prestiti e dal moltiplicatore, che dipende dalla propensione a risparmiare sul reddito. Tutto ciò vuol dire che investimento e risparmio, che *ex post* sono sempre ricondotti a uguaglianza, lo sono attraverso variazioni dei redditi e non, come invece sosteneva la teoria tradizionale, attraverso movimenti del tasso di interesse sul mercato dei prestiti. Tutto ciò lasciava «sospeso per aria» il tasso di interesse com'ebbe a dire Keynes stesso [...] fino a che non ebbe l'idea della preferenza per la liquidità [...]. Purtroppo, la soluzione che egli fornì rappresentava una *modifica* della teoria quantitativa della moneta, non il suo *abbandono* [...] poiché la quantità di moneta, M , è

⁴² A questo proposito, si confrontino Kaldor (1970, 1980, 1981, 1982a, 1985a, 1985c), e Kaldor e Trevithick (1981).

⁴³ Kaldor (1985a) [1986a], p. 229.

ancora considerata una variabile indipendente determinata dalle autorità monetarie.⁴⁴

Pur riconoscendo la natura creditizia della domanda di liquidità delle imprese che desiderano finanziare l'acquisto di beni capitali, Kaldor quindi svolge la sua analisi in termini di domanda e di offerta di *moneta*, e non in termini di domanda e di offerta di *credito*, giungendo, per questa via, alla conclusione che la sua teoria sulla endogenità dell'offerta di moneta di origine bancaria implichi non soltanto la confutazione della teoria quantitativa della moneta di Friedman, ma anche l'abbandono della teoria della preferenza per la liquidità di Keynes. Perciò, quest'ultima non svolge più alcun ruolo nella spiegazione degli equilibri di sottoccupazione che caratterizzano le moderne economie di mercato:

[...] nel caso della moneta creditizia la «curva di offerta» di moneta, per essere rappresentata correttamente, deve essere tracciata orizzontale e non verticale. La politica monetaria è rappresentata non da una data quantità di massa monetaria, ma da un dato tasso di interesse; e l'ammontare di moneta esistente sarà determinato dalla domanda. [...] La «preferenza per la liquidità» si è rivelata un diversivo: non quel «fattore cruciale» che [...] aveva come tale consentito a Keynes di sostenere che un sistema economico può essere in equilibrio anche se non si è raggiunto il pieno impiego. Non ha nulla a che vedere con tutto ciò.⁴⁵

Sebbene conduca a conclusioni del tutto diverse da quelle di Keynes, la teoria sulla endogenità dell'offerta di moneta di Kaldor si sviluppa lungo linee argomentative sostanzialmente analoghe a quelle utilizzate dall'economista di Cambridge nella sua polemica con Ohlin e Robertson. Anche secondo Keynes, infatti, la domanda di liquidità a scopo di finanziamento degli investimenti rappresenta una domanda di credito:

Now, *ex ante* investment is an important genuine phenomenon, inasmuch as decisions have to be taken and credit or 'finance' provided well in advance of the actual process of investment.⁴⁶

Tuttavia, è opinione largamente condivisa che, nel cosiddetto dibattito sul 'finance', Keynes fosse mosso innanzitutto dalla necessità di difendere i meccanismi di funzionamento della sua teoria della preferenza per la liquidità dagli attacchi portati da Ohlin e Robertson. Analogamente a Kaldor, anch'egli quindi finì per ragionare in termini di domanda e di offerta di *moneta*, e non in termini di domanda

⁴⁴ Kaldor (1982a) [1984], pp. 62-63.

⁴⁵ *Ibidem*, pp. 67, 69-70.

⁴⁶ Keynes (1937d), in *C.W.K.*, vol XIV, p. 216.

e di offerta di *credito*, mantenendosi però in continuità con l'impostazione della *Teoria generale*. Keynes perciò individua una nuova componente della domanda di moneta, il cosiddetto 'motivo finanziario' (*finance motive*), che si aggiunge alle componenti già specificate nella *Teoria generale* (il motivo delle transazioni, quello precauzionale e quello speculativo). In questo modo, il meccanismo di funzionamento della teoria della preferenza per la liquidità è salvo, perché, a parità di quantità di moneta, un aumento della domanda per beni di investimento genera una pressione sulla domanda di moneta che si traduce in un incremento del tasso di interesse:

If by 'credit' we mean 'finance', I have no objection at all to admitting the demand for finance as one of the factors influencing the rate of interest. For 'finance' constitutes [...] an additional demand for liquid cash in exchange for a deferred claim. It is, in the literal sense, a demand for money.⁴⁷ [...] since [investment finance] is subject to special fluctuations of its own, I should (I now think) have done well to have emphasized it when I analysed the various sources of the demand for money.⁴⁸ [...] The total demand falls into two parts: the inactive demand due to the state of confidence and expectation on the part of the owners of wealth, and the active demand due to the level of activity established by the decisions of the entrepreneurs. The active demand in its turn falls into two parts: the demand due to the time lag between the inception and the execution of the entrepreneurs' decisions, and the part due to the time lags between the receipt and the disposal of income by the public and also between the receipt by entrepreneurs of their sale proceeds and the payment by them of wages, etc. An increase in activity raises the demand for cash, first of all to provide for the first of these time lags in circulation, and then to provide for the second of them.⁴⁹ [...] the rate of interest is that rate at which the demand and supply of liquid resources are balanced. Saving does not come into the picture at all.⁵⁰ [...] The fact that *any* increase in employment tends to increase the demand for liquid resources, and hence, if other factors are kept unchanged, raises the rate of interest, has always played an important part in my theory. If this effect is to be offset, there must be an increase in the quantity of *money*.⁵¹

La conclusione di Kaldor, che il comportamento accomodante delle autorità monetarie e il finanziamento delle decisioni di investimento attraverso il ricorso al credito bancario porta inevitabilmente all'abbandono della teoria della preferenza per la liquidità di Keynes, trova ampio consenso nella letteratura monetaria postkeynesiana. A giudizio di Allin Cottrell, per esempio:

[The money endogeneity theory] entails the abandonment of Keynes's liquidity preference theory of interest, according to which the role of the rate of interest

⁴⁷ Keynes, J.M. (1937b), in *C.W.K.*, vol. XIV, pp. 209-210.

⁴⁸ *Ibidem*, p. 208.

⁴⁹ Keynes, J.M. (1938), in *C.W.K.*, vol. XIV, p. 230.

⁵⁰ Keynes, J.M. (1937d), in *C.W.K.*, vol. XIV, p. 222.

⁵¹ Keynes, J.M. (1938), in *C.W.K.*, vol. XIV, p. 231.

is to equilibrate the (stock) demand for money with the available stock of money; rather it is the stock of money which always passively adjusts to match demand, regardless of the rate of interest.⁵²

D'altra parte, Luigi Pasinetti osserva che la logica del modello di determinazione del reddito di Keynes non richiede necessariamente che il tasso di interesse debba essere determinato attraverso la preferenza per la liquidità. È sufficiente che esso venga determinato in modo esogeno rispetto al processo di generazione del reddito

What [the] theory [of effective demand] requires as far as the rate of interest is concerned, is not that it be determined by liquidity preference, but that it is determined *exogenously* with respect to the income generating process. Whether, in particular, liquidity preference, or anything else determines it, is entirely immaterial.⁵³

In realtà, l'incompatibilità di ogni teoria che postuli la determinazione esogena del tasso di interesse da parte delle autorità monetarie con la teoria del tasso di interesse elaborata da Keynes nella *Teoria generale* non esclude la possibilità di attribuire un ruolo alla preferenza per la liquidità. A tal fine, occorre operare una netta distinzione tra mercato del credito e mercato della moneta. Occorre cioè riconoscere che la domanda di liquidità per finanziare le decisioni di investimento delle imprese, che, nella teoria sulla endogenità dell'offerta di moneta di Kaldor, porta alla creazione *ex nihilo* di moneta di origine creditizia e alla conseguente espansione della quantità di moneta, non deve essere confusa con le decisioni di portafoglio degli agenti economici:

The starting point is that the demand for the loans that create the deposits originates in the desire of deficit units to spend in excess of income. It is a question of financing an income-expenditure discrepancy. Furthermore, it is a decision made by a subset of the community since not everyone is involved in demanding an increase in their indebtedness to banks. [...] By contrast, the decision to hold (i.e., not spend) the newly created deposits is a portfolio decision. Furthermore, it is a decision made by different people ("the community as a whole") from those concerned with borrowing.⁵⁴

⁵² Cottrell (1994), p. 598. Analogamente, secondo Louis-Philippe Rochon (1999, p. 161): "The exogeneity of the rate of interest – while rejecting the loanable funds theory – also rejects Keynes's own theory of liquidity preference as developed in the *General Theory*."

⁵³ Pasinetti (1974), p. 47.

⁵⁴ Howells (1995), p. 92. Peter Howells ha ribadito questo concetto in un successivo articolo scritto assieme a Philip Arestis: "We can summarise our problem as follows. The (flow) demand for new bank lending, on which the endogeneity case focuses, originates with one set of agents while the (new) deposits that are created by this lending have to be held by a different set. The first set ('deficit units') is a subset of the latter ('wealthholders'). For the former, what is involved is an income-expenditure decision; for the latter it is a portfolio consideration" (Arestis e Howells (1996), pp. 540-541).

Partendo dalla constatazione che non solo la domanda, ma anche l'offerta di credito e di moneta non sono tra loro identiche,⁵⁵ Giancarlo Bertocco (2005, 2010) ha sviluppato un modello macroeconomico keynesiano, caratterizzato dalla definizione di due *fasi logiche* distinte che determinano l'esplicita separazione del mercato del credito dal mercato della moneta:

- nella *prima fase*, le banche, attraverso un processo valutativo discrezionale, decidono la quantità e la destinazione dei mezzi di pagamento necessari al finanziamento delle componenti autonome della domanda aggregata, dando così avvio al processo moltiplicativo del reddito descritto da Keynes nella *Teoria generale*. Contestualmente, il flusso di risparmi generato dal reddito provoca una analoga variazione dello stock di ricchezza;
- durante la *seconda fase*, gli agenti economici esprimono la loro preferenza per la liquidità decidendo come allocare la quota di ricchezza aggiuntiva tra moneta e attività finanziarie che fruttano un rendimento in termini di interesse.

Il modello di Bertocco consente di definire una teoria del credito completamente diversa da quella che caratterizza l'approccio degli economisti neoclassici di vecchia e nuova generazione. Sebbene la *domanda di credito* resti legata alle decisioni di investimento delle imprese, il tasso di interesse sul mercato del credito non è determinato dalla produttività e dalla parsimonia. L'*offerta di credito*, infatti, è del tutto svincolata dalle decisioni dei risparmiatori e dipende, piuttosto, dalle decisioni degli istituti di credito. Le banche, infatti, fissano il tasso sui prestiti applicando un *mark-up* sul costo di reperimento della base monetaria dato dal tasso di interesse a breve termine determinato esogenamente dalle autorità monetarie.⁵⁶

⁵⁵ Questa circostanza è riconosciuta anche da Kaldor. Egli infatti sottolinea che, in una economia finanziariamente evoluta, la funzione delle banche non si esaurisce con il finanziamento delle imprese, ma consiste anche nell'assecondare le scelte di portafoglio degli agenti economici. È quindi possibile osservare variazioni della quantità di moneta, anche se la dimensione della domanda aggregata, la quantità di credito e il livello del reddito restano immutati: “[...] un sistema bancario altamente sviluppato [...] è disposto ad accomodare il mutamento di domanda tra diversi tipi di attività finanziarie da parte del pubblico alterando in senso inverso la composizione delle attività o delle passività delle banche. Se il pubblico non bancario vuole sostituire i suoi titoli statali con depositi bancari fruttiferi di interessi, le banche sono pronte a offrire quei depositi [...]” (Kaldor (1982a) [1984], p. 53)

⁵⁶ L'idea che la Banca centrale possa determinare la quantità di moneta in modo esogeno attraverso il controllo della base monetaria non è in contraddizione con l'inversione della relazione causale tra risparmi ed investimenti né con una concezione del mercato del credito in cui l'attività delle banche non si riduce al trasferimento dei risparmi dagli agenti economici in *surplus* a quelli in *deficit*. Si ipotizzi che, attraverso una operazione di mercato aperto, le autorità monetarie forniscano moneta ad alto potenziale alle banche commerciali. Trattenuta una parte della base monetaria a titolo di riserve (obbligatorie e libere), le banche utilizzano la parte restante per finanziare una serie di progetti di investimento delle imprese. Poiché i depositi bancari sono generalmente accettati come mezzi di pagamento, la moneta percepita dai fattori della produzione impiegati nel settore dei beni capitali riaffluisce al sistema bancario sotto forma di risparmi e sotto forma di redditi trattenuti in attesa di essere spesi per beni di consumo. A questo punto, prendono avvio due distinti processi

Nell'ambito di un approccio teorico basato sulla endogenizzazione dell'offerta di moneta e sulla distinzione tra mercato del credito e mercato della moneta, è necessario chiedersi quale sia il ruolo della preferenza per la liquidità nella determinazione del tasso di interesse che garantisce l'equilibrio sul mercato della moneta. È indubbiamente vero che, attraverso le operazioni di mercato aperto, la Banca centrale esercita una influenza dominante sul corso dei titoli di stato a breve termine e, quindi, sul tasso garantito dai titoli di nuova emissione⁵⁷. Di conseguenza, essa influisce non solo sul costo di reperimento della base monetaria, sui tassi del mercato interbancario e sul tasso applicato dalle banche ai propri debitori, ma anche sugli equilibri del mercato della moneta. D'altra parte, le preferenze dei possessori di ricchezza si estendono a un'intera gamma di attività finanziarie aventi scadenze a più lungo termine, emesse sia dal settore pubblico che da quello privato, i cui prezzi e rendimenti sono determinati dall'incontro tra la loro domanda e la loro offerta sui mercati finanziari.

Per Marc Lavoie, una teoria sulla endogenità della moneta di origine creditizia deve condurre alla generalizzazione del concetto di preferenza per la liquidità:

[...] in a theory of endogenous credit money [...] the meaning of liquidity preference has to be enlarged to all agents of the economy and to all financial instruments [...].⁵⁸

In quest'ottica, occorre prendere in considerazione non uno, ma tre distinti tassi di interesse, che riflettono la preferenza per la liquidità della Banca centrale, delle banche commerciali e dei possessori di ricchezza. In altre parole, va definita una vera e propria *struttura* dei tassi di interesse:

moltiplicativi. Da un lato, viene innescato il processo moltiplicativo del reddito descritto da Keynes nella *Teoria generale* da cui scaturisce una quantità di risparmi corrispondente alla spesa iniziale per beni di investimento. Keynes è dunque nel giusto quando afferma che il credito bancario rappresenta una premessa necessaria alla formazione del risparmio corrente. Dall'altro, ha inizio il processo di creazione di moneta creditizia previsto dal meccanismo del moltiplicatore della moneta. Le banche, infatti, impiegano la quota dei fondi ridepositati che non è stata destinata a riserve per finanziare una nuova serie di progetti di investimento. E' un errore ritenere che, in questo caso, i risparmi finanzino una parte dei programmi di investimento. In primo luogo, perché essi provengono da redditi generati attraverso la realizzazione di precedenti decisioni di investimento. Ma, soprattutto, perché da quando i depositi bancari sono universalmente accettati come mezzi di pagamento, le banche non si limitano ad intermediare i fondi depositati. Esse, invece, *creano* credito e potere d'acquisto. Anche se le somme depositate presso le banche commerciali sono state prestate a soggetti diversi dai depositanti, questi ultimi non perdono la possibilità di servirsene per eventuali acquisti di beni di consumo o di attività finanziarie diverse dalla moneta. A questo proposito, si confrontino le considerazioni di Schumpeter riportate nel settimo capitolo (paragrafo 1.).

⁵⁷ “La banca centrale svolge la sua funzione regolatrice fissando il livello dei saggi d'interesse a breve termine, sia annunciando il proprio tasso di sconto (il cosiddetto tasso ufficiale di sconto), sia effettuando operazioni sul mercato aperto per sostenere il rendimento dei Buoni del Tesoro, ecc., nel mercato monetario al livello desiderato [...]” (Kaldor (1981) [1986a], p. 194)

⁵⁸ Lavoie (1992), p. 193.

Assuming that all agents of the economy show some preference for liquidity, we now have to consider three distinct rates of interest, rather than a single one. First, [...] the monetary authorities determine the discount rate [...] [or] a short-term money rate, such as the Federal funds rate or the Treasury bill rate [...]. [...] The discount rate, or the rate on Treasury bills, may be considered as the expression of the liquidity preference of the central bank.⁵⁹ Secondly, commercial banks express their liquidity preference by setting short-term lending rates (prime rates) at levels that are different from those offered or determined by the central bank. The liquidity preference of banks may also be expressed by the norms required to be qualified as a credit-worthy borrower as well as by the maximum amounts that may be borrowed on overdrafts. Thirdly, the long-term rate of interest, or more precisely the spread between the long-term and the short-term rates of interest, reflects the liquidity preference of households and non-banking financial institutions. According to this view, the spread between long-term and short-term rates is determined by the preferences of the rentiers towards liquid or illiquid positions. [...] Rates of interest, even when liquidity is introduced, are thus exogenous: they depend on preferences and tastes that cannot be explained.⁶⁰

Lavoie attesta la natura convenzionale del tasso ufficiale stabilito dalle autorità monetarie e, al contempo, ne sottolinea la centralità nella determinazione della struttura a termine dei tassi di interesse. Tuttavia, egli ritiene che le differenze tra tassi a breve e a lungo termine abbiano natura solamente transitoria e che la preferenza per la liquidità svolga quindi un ruolo solo temporaneo. Quando le banche e il pubblico si formano la convinzione che il tasso a breve termine fissato dalle autorità monetarie si è stabilizzato attorno a un livello considerato ‘normale’, con riferimento alle condizioni economiche esistenti, i tassi sui prestiti bancari e i tassi sulle attività finanziarie a lungo termine tenderanno a conformarsi a quel livello:

We can sum up [...] by saying that liquidity preference sets all other rates of interest around the level determined by the central bank. The central bank acts as a sort of price leader, which the banks follow more or less loosely. This means that liquidity preference sets the term structure of interest rates. But it cannot set the base rate, upon which all other rates depend. The base rate itself, that is the discount rate or the money rate set by the central bank, is the truly exogenous factor. It is a *convention*. Any change in interest rates orchestrated by the monetary authorities will be considered transitory as long as banks and rentiers have not adjusted to it. As the public and the banks come to believe that the current discount rate or base money rate is the normal rate of interest, it becomes the normal permanent rate. Then, imperfections excluded, the central bank discount rate, the lending rate and the long-term rate of interest will all be equal. In particular, when the public expects the current rate of interest to be no

⁵⁹ “It could be argued that liquidity preference determines the base rate, where liquidity preference is defined as all the factors which govern the monetary policy of monetary authorities.” (Lavoie (1996), p. 294)

⁶⁰ Lavoie (1992), pp. 195-196.

different in the future, there should be little differential between short and long rates. [...] When the rate of interest is at its permanent level, liquidity preference plays no role.⁶¹

L'impostazione di Lavoie è dunque fedele a quei modelli che sottolineano l'importanza delle aspettative per la definizione della struttura a scadenza dei tassi di interesse. Il tasso a lungo termine può infatti essere considerato come una media del tasso a breve corrente e dei tassi a breve attesi sull'intera durata del titolo, alla quale deve essere aggiunto un premio per il rischio. Perciò, quando il pubblico non si attende variazioni future del tasso a breve fissato dalla Banca Centrale, l'equilibrio sul mercato dei titoli a lungo termine, salvo un premio per il rischio connesso a imprevedibili oscillazioni di prezzo, si determina in corrispondenza del tasso sui titoli a breve termine. Resta il fatto, che, almeno transitoriamente, la variabilità delle aspettative dei possessori di ricchezza può alimentare l'incertezza sul rendimento e sul prezzo dei titoli a lungo termine. Come abbiamo visto nel decimo capitolo (paragrafo 2.3.1.), la relazione tra i rendimenti dei titoli a breve e dei titoli a lunga scadenza non è necessariamente univoca.

Sebbene l'incertezza sul livello futuro dei tassi di interesse a breve possa ripercuotersi sui rendimenti e sui prezzi dei titoli a lungo termine e, quindi, sulle aspettative di guadagno o di perdita in conto capitale dei possessori di ricchezza, la diffusione dei titoli a breve termine ha sostanzialmente eliminato le condizioni che giustificano l'esistenza di una domanda di moneta a scopo speculativo. Se è possibile acquistare titoli con un grado di liquidità simile a quello della moneta che offrono un rendimento positivo, senza esporre i possessori di ricchezza a rischi di elevate perdite in conto capitale, la conservazione della ricchezza sotto forma di moneta, quando i rendimenti sulle attività a lungo termine sono considerati troppo bassi, non ha più molto senso.⁶²

⁶¹ *Ibidem*.

⁶² "Idle cash is held primarily because of the fear that interest rates might rise (bond prices fall), imposing capital losses on bondholders. This is the main reason why Keynes believed that the amount of idle cash desired would increase as the rate of interest falls. The lower the rate of interest, the more it is likely to drop below what are considered 'safe' or 'normal' levels, leading to the expectation that its future course is likely to be upward, with consequent losses in capital values. Under such circumstances, it is prudent to get out of bonds and into a more liquid asset. In *The General Theory* the only liquid asset available is cash. [...] With respect to *idle* balances, the existence of short-term money substitutes [however] provides an alternative to holding cash when it is feared that long-term interest rates might rise (bond prices fall). If it is thought that long-term rates are too low (bond prices too high) for safety, investors need not increase their holdings of idle cash to get liquidity, but instead can purchase Treasury bills or other interest-bearing liquid assets. [...] the rationale behind buying short-term liquid assets is that if yields rise no loss need be suffered. The securities will mature shortly anyway, and thereby turn into cash at their face value. And, in any event, even if one has no choice but to dispose of them before maturity, the resulting capital losses (or gains) are likely to be small" (Ritter (1963), pp. 141-143). Su questo punto si veda anche Bertocco (2005), p. 492.

Nei sistemi finanziari moderni, la moneta è dunque trattenuta essenzialmente a scopo di transazione e per tenere conto della possibilità di spese impreviste o di occasioni di acquisto vantaggiose. Ma mentre, nella *Teoria generale*, la domanda di moneta a scopo di transazione e quella a scopo precauzionale dipendono esclusivamente dal reddito e l'equilibrio sul mercato della moneta è determinato in corrispondenza del tasso di interesse a lungo termine, proprio la diffusione dei titoli a breve termine consente di postulare l'esistenza di una curva di domanda di moneta decrescente rispetto al livello corrente del tasso di interesse anche in assenza di una domanda di moneta a carattere speculativo. Il tasso di interesse rilevante per l'equilibrio sul mercato della moneta diventa quello a breve termine perché, in coincidenza di tassi elevati, il costo-opportunità di trattenere moneta a scopo di transazione e a scopo precauzionale supera i costi legati alla necessità di realizzare i titoli in portafoglio per l'insorgere di qualche esigenza non prevedibile all'atto del loro acquisto.⁶³

In definitiva, la preferenza per la liquidità sembra avere ormai perso di significato ai fini della spiegazione delle fluttuazioni della domanda aggregata, del reddito e dell'occupazione. Per contro, la teoria sulla endogenità dell'offerta di moneta sembra invece offrire una spiegazione convincente della natura monetaria del principio della domanda effettiva. In effetti, in un mondo caratterizzato dall'utilizzo della moneta di origine creditizia, la disponibilità di credito varia in funzione delle autonome decisioni delle banche. Poiché le decisioni delle banche sono svincolate dai risparmi, la maggioranza dei postkeynesiani pertanto conclude, che l'esplicita considerazione del ruolo svolto dalla moneta bancaria consente di sostituire la relazione causale tra risparmi e investimenti che caratterizza la legge di Say con la relazione causale tra investimenti e risparmi che invece contraddistingue il principio della domanda effettiva. In questo modo, la natura monetaria del principio della domanda effettiva non dipende più dalla funzione di riserva di valore della moneta, bensì dalla sua funzione di mezzo di pagamento.

Tuttavia, contrariamente alle affermazioni di Thomas Palley riportate all'inizio di questo paragrafo, gli economisti keynesiani non sono gli unici ad aver sottolineato l'importanza delle banche nel processo di creazione dei mezzi di pagamento. Nel settimo capitolo (paragrafo 1.) abbiamo infatti visto che, descrivendo i tratti di una *economia di puro credito*, anche Knut Wicksell ha formulato una teoria sulla endogenità dell'offerta di moneta simile a quella proposta da Kaldor. Nel mondo di Wicksell, la

⁶³ Accanto ai costi di eventuali, seppur limitate, perdite in conto capitale, vi sono anche i costi di transazione legati alla vendita dei titoli (per esempio, commissioni bancarie per operazioni di compravendita di titoli). Per quanto riguarda, in particolare, la possibilità di rapportare la domanda di moneta a scopo di *transazione* al tasso di interesse a breve termine, il riferimento 'classico' è il cosiddetto 'modello delle scorte' elaborato da Baumol e Tobin negli anni '50 del secolo scorso (una esposizione sintetica si trova in Delli Gatti e Gallegati (2001), pp. 431-435).

presenza di un tasso di interesse monetario determinato in funzione delle decisioni di politica monetaria adottate dalla Banca centrale non implica affatto la scomparsa del tasso di interesse ‘naturale’ e della legge di Say. In altri termini, l’economia monetaria descritta da Wicksell rappresenta semplicemente un ‘velo’ che nasconde l’economia-grano descritta dagli economisti classici, o l’economia di baratto descritta dalla tradizione neoclassica e dagli economisti ‘austriaci’. Inoltre, in precedenza abbiamo anche visto che il concetto del tasso di interesse ‘naturale’ non viene abbandonato nemmeno quando si suppone che esso sia disceso in territorio negativo.

Il quadro analitico sviluppato da Wicksell consente però di definire un criterio per valutare se il tasso di interesse ‘naturale’ esiste anche nelle moderne economie di mercato. Si tratta infatti di stabilire, se la presenza della moneta bancaria alteri o meno le caratteristiche strutturali di una economia-grano o di una economia di baratto. A tal fine, occorre valutare se, nelle economie monetarie contemporanee, i tratti distintivi delle decisioni di investimento e di risparmio sono gli stessi che sono stati descritti dagli economisti classici, neoclassici e ‘austriaci’. Se così non fosse, è possibile negare l’esistenza del tasso di interesse ‘naturale’ e sottolineare la natura monetaria del principio della domanda effettiva.

3. Moneta e produzione

3.1. Le caratteristiche strutturali di una economia monetaria di produzione

Nelle bozze della *Teoria generale* del 1933, Keynes illustra la natura monetaria del ‘principio’ della domanda effettiva facendo leva sul significato attribuitogli da Pasinetti (1997), ovvero senza fare riferimento alcuno alle relazioni comportamentali che, nel terzo e nell’ottavo capitolo della *Teoria generale*, consentono di definire il ‘punto’ di domanda effettiva. Nei lavori preparatori della sua opera più nota Keynes infatti associa il ‘principio’ della domanda effettiva alle caratteristiche peculiari che permettono di distinguere una economia monetaria di produzione (*entrepreneur* o *monetary economy*) da una economia di baratto (*co-operative* o *real-exchange economy*). A tal fine, egli si serve di due formule originariamente sviluppate da Marx:

The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy bears some relation to a pregnant observation made by Karl Marx [...]. He pointed out that the nature of production in the actual world is not, as economists seem often to suppose, a case of $C - M - C'$, i.e. of exchanging commodity (or effort) for money in order to obtain another commodity (or effort). That may be the standpoint of the private consumer. But it is not the attitude of *business*, which is a case of $M - C - M'$, i.e. of parting with money for commodity (or effort) in order to obtain more money. This is important

for the following reason. The classical theory supposes that the readiness of the entrepreneur to start up a productive process depends on the amount of value in terms of product which he expects to fall to his share; i.e. that only an expectation of more *product* for himself will induce him to offer more employment. But in an entrepreneur economy this is a wrong analysis of the nature of business calculation. An entrepreneur is interested, not in the amount of product, but in the amount of *money* which will fall to his share. He will increase his output if by so doing he expects to increase his money profit, even though this profit represents a smaller quantity of product than before.⁶⁴

La sequenza $C - M - C'$ serve a Keynes per evidenziare i meccanismi di funzionamento dell'economia di baratto descritta dal modello di equilibrio economico generale di Walras. In una economia di questo tipo, la decisione di produrre dipende dalle condizioni tecniche di produzione. L'imprenditore, cioè, produrrà sino al punto in cui il ricavo marginale, dato dalla produttività marginale (*fisica*) del lavoro, uguaglia il costo marginale dell'impiego di un lavoratore aggiuntivo, anch'esso espresso in termini di quantità di beni. Il ricavo marginale è uguale alla produttività marginale del lavoro, perché non vi sono ostacoli alla vendita delle quantità prodotte, e la moneta funge esclusivamente da intermediario degli scambi utile a facilitare il successivo acquisto di altri beni, secondo quantità predefinite dalle ragioni di scambio (ovvero dai prezzi relativi). La sequenza $C - M - C'$ quindi descrive una economia molto semplice, contraddistinta dalla presenza di pochi beni che soddisfano soltanto una serie di bisogni essenziali, dati in modo esogeno e sostanzialmente immutabili.

L'economia caratterizzata dalla sequenza $M - C - M'$ fa invece riferimento alla realtà di una moderna economia industriale. In questo secondo tipo di economia la moneta non rappresenta un semplice mezzo di scambio, ma svolge una duplice funzione. Da un lato, infatti, essa è indispensabile all'assunzione dei lavoratori e all'acquisto dei mezzi di produzione che consentono all'imprenditore di organizzare la produzione di una determinata merce. Dall'altro, essa costituisce l'obiettivo ultimo dell'imprenditore, che sarà disposto ad avviare un processo produttivo soltanto se si aspetta che, alla fine, i ricavi monetari saranno superiori (o quanto meno non inferiori) ai costi monetari sostenuti inizialmente:

The law of production in an entrepreneur economy can be stated as follows. A process of production will not be started up, unless the money proceeds expected from the sale of the output are at least equal to the money costs which could be avoided by not starting up the process. In a [...] co-operative economy there is no obstacle in the way of the employment of an additional unit of labour if this unit will add to the social product output expected to have an exchange value equal to 10 bushels of wheat, which is sufficient to balance

⁶⁴ Keynes J. M. (1933b), in *C.W.K.* vol. XXIX, pp. 81-82.

the disutility of the additional employment. [...] But in [an] entrepreneur economy the criterion is different. Production will only take place if the expenditure of £100 in hiring factors of production will yield an output which is expected to sell for at least £100.⁶⁵ [...] The firm is dealing throughout in terms of sums of money. It has no object in the world except to end up with more money than it started with. That is the essential characteristic of an entrepreneur economy.⁶⁶

L'utilizzo delle due sequenze elaborate da Marx permette a Keynes di evidenziare che l'ovvia verità secondo cui l'obiettivo di un imprenditore è quello di realizzare ricavi monetari superiori ai costi monetari sostenuti per dare vita al processo produttivo, in realtà, tanto ovvia non è. La differenza fondamentale tra una economia che funziona come una economia di baratto e una moderna economia industriale è infatti che, nel caso della prima, l'esito della vendita dei beni prodotti (M) è certa, mentre, nel caso della seconda, i ricavi monetari (M') sono incerti. Pertanto, ciò che effettivamente interessa l'imprenditore (o, meglio, l'artigiano o il contadino) che opera nell'economia walrasiana è la realizzazione di una quantità di prodotti superiore a quella corrispondente al valore monetario dei costi di produzione.

Nella *Teoria generale*, Keynes giustifica il principio della domanda effettiva attraverso l'incertezza che condiziona i fattori che determinano le decisioni di acquisto di specifici beni di investimento (i rendimenti prospettici derivanti dall'investimento e il livello del tasso di interesse). Nelle bozze preparatorie della sua opera più nota, egli invece universalizza il principio della domanda effettiva facendo riferimento alla *legge di produzione* che caratterizza una economia monetaria. In base a tale legge, in una economia monetaria i costi e i ricavi monetari non rappresentano un semplice 'velo' che nasconde le determinanti reali del profitto dell'imprenditore, che, nell'economia di baratto walrasiana, sono date da condizioni tecniche di produzione che garantiscono la possibilità di ottenere una quantità di beni e servizi maggiore di quella utilizzata inizialmente per dare avvio al processo di produzione. Mostrando che, in una moderna economia monetaria industriale, la produzione di beni è vincolata dalle aspettative relative ai ricavi monetari e, quindi, dalle fluttuazioni della domanda per i beni prodotti, Keynes specifica il senso generale del 'principio' secondo cui è la domanda a generare la produzione e non viceversa:

In economies of the earlier, agricultural and artisan type, every farmer and artisan used to produce as much as possible (irrespective of demand). Then they carried whatever was produced to the market, where it fetched the price that the market made. Industrial societies have changed considerably. Any producer must try to estimate the demand that is likely to be effective *before*

⁶⁵ *Ibidem*, p. 78.

⁶⁶ Keynes J. M. (1933c), in *C.W.K.*, vol. XXIX, p. 87.

starting any production at all and quite irrespective of existing productive capacity. Disregarding this simply causes a 'market glut'. In this sense, at any point of time it is expected demand (Keynes's effective demand) that generates production.⁶⁷

La sequenza $M - C - M'$, consente di sottolineare che, rispetto alla *Teoria generale*, nei lavori preparatori del 1933 Keynes inverte la relazione causale tra incertezza e moneta. Nella *Teoria generale*, infatti, l'incertezza, data in modo esogeno, è condizione necessaria per giustificare la funzione di fondo di valore della moneta e le scelte di portafoglio degli speculatori (Capitolo 8, paragrafo 4.2.).⁶⁸ Nelle bozze del 1933 l'incertezza è invece figlia della funzione di mezzo di pagamento svolta dalla moneta. Da un lato, perché, come vedremo meglio in seguito, la moneta rappresenta l'indispensabile prerequisito per l'avvio di processi produttivi diretti alla realizzazione di beni e servizi innovativi. Dall'altro, perché, proprio in quanto riferiti alla vendita di beni e servizi innovativi, i ricavi attesi dall'attività imprenditoriale non sono valutabili in termini reali, ovvero in termini commisurati alla produttività (*fisica*) dei fattori della produzione, ma soltanto in termini monetari.

Per meglio comprendere le caratteristiche strutturali dell'economia monetaria di produzione descritta da Keynes nel 1933, è ora necessario volgere la nostra attenzione all'opera di Schumpeter.

3.2. Joseph Alois Schumpeter: un economista austriaco 'diverso'

Austriaco e viennese per estrazione culturale, Joseph Alois Schumpeter non è però annoverabile tra gli esponenti della scuola 'austriaca' di economia politica. Nel 1912, lo stesso anno in cui Mises formulò la prima versione della teoria 'austriaca' del ciclo e della crisi (*Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*), Schumpeter, all'età di soli 28 anni, infatti pubblica la *Teoria dello sviluppo economico (Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung)*, un libro che, come vedremo nelle pagine seguenti, contiene elementi d'analisi in tema di risparmio, moneta bancaria, cambiamento e innovazione che sono completamente antitetici rispetto alla tradizione 'austriaca' di economia politica.

⁶⁷ Pasinetti (1997), pp. 100-101.

⁶⁸ “[...] once uncertainty is recognized as a pervasive feature of individual decision-making, what is left to economic agents? In answering this question, some Post-Keynesians have focused the attention on the role of money as a store of wealth. Money is the fundamental macroeconomic institution, a time-machine vehicle, in Davidson's expression, for coping with the uncertainty of individual decision-making. [...] A positive demand for a stock of money is thus the way economic agents cope with their uncertain knowledge about the future. Importantly, uncertainty and the related demand for money are grounded in the non-atomistic nature of economic reality. Therefore, both uncertainty and the demand for money are permanent features of economic decision-making.” (Fontana (2006), pp. 448-449)

Schumpeter condivide con Hayek e Keynes l'idea che l'equilibrio economico generale walrasiano non offra una rappresentazione adeguata delle moderne economie di mercato. In particolare, Schumpeter identifica l'equilibrio walrasiano con il concetto di 'flusso circolare' (*Kreislauf*), ovvero uno 'stato stazionario' in cui il sistema "ripercorre di anno in anno lo stesso cammino, paragonabile alla circolazione del sangue nell'organismo umano."⁶⁹ Nel 'flusso circolare':

[...] saranno prodotti beni di consumo e beni di produzione dello stesso tipo e della stessa qualità in ogni successivo periodo, a motivo del fatto che in pratica la gente si comporta secondo una ben consolidata esperienza e che in teoria invece noi consideriamo che agisca secondo quanto suggerisce la conoscenza della migliore combinazione dei mezzi esistenti, date certe condizioni.⁷⁰

Inoltre, "la moneta compie qui solo una funzione tecnica strumentale, ma non aggiunge nulla di nuovo ai fenomeni. Per adoperare una espressione usuale, possiamo dire che, in questo senso, la moneta rappresenta solo il velo delle vicende economiche e non si trascura nulla di essenziale astraendone."⁷¹

Un sistema siffatto non esclude mutamenti, ma questi sono di natura continua e non implicano periodi di aggiustamento. Schumpeter quindi associa al concetto di 'flusso circolare' il concetto di 'crescita':

[...] indicheremo con il termine "crescita" le variazioni della popolazione e del volume totale sia del risparmio che dell'accumulazione, corretti in relazione alle variazioni del potere d'acquisto della moneta. Questo termine serve a sottolineare non solo che la variazione, per tutte e due le variabili, è continua in senso matematico, ma anche che essa si realizza a un saggio che si modifica molto lentamente nel tempo [...].⁷²

Analogamente a Hayek e agli economisti della scuola 'austriaca', Schumpeter ritiene che la teoria del 'flusso circolare' sia del tutto inadatta a caratterizzare il dinamismo delle economie capitaliste. Essa, cioè, "non è in grado di descrivere le conseguenze di cambiamenti discontinui nel modo tradizionale di compiere le cose; qui l'analisi statica non può spiegare né il verificarsi di rivoluzioni produttive né i fenomeni che in tali occasioni si producono. Può solo indagare, una volta che esse siano avvenute, il nuovo stato di equilibrio."⁷³ Per Schumpeter, l'economia *capitalista* è per sua intima natura votata al cambiamento:

⁶⁹ Schumpeter (1912) [1977], p. 71.

⁷⁰ *Ibidem*, p. 40.

⁷¹ *Ibidem*, p. pp. 49-50.

⁷² Schumpeter (1939) [1977], p. 109.

⁷³ Schumpeter (1912) [1977], p. 72.

Unlike other economic systems, the capitalist system is geared to incessant economic change. Its very nature implies recurrent industrial revolutions which are the main sources of the profit and interest incomes of entrepreneurs and capitalists and supply the main opportunities for new investments [...]. Whereas a stationary feudal economy would still be a feudal economy, and a stationary socialist economy would still be a socialist economy, stationary capitalism is a contradiction in terms.⁷⁴

Come è noto, sotto questo punto di vista, Schumpeter ha rivolto critiche fortemente negative all'impianto teorico della *Teoria generale*, che, a suo vedere, si presterebbe esclusivamente all'analisi di un sistema statico, caratterizzato dall'invarianza delle funzioni di produzione:

[R]easoning on the assumption that variations in output are uniquely related to variations in employment imposes the [...] assumption that all production functions remain invariant. Now the outstanding feature of capitalism is that they do not but that, on the contrary, they are being incessantly revolutionised. The capitalism process is essentially a process of change of the type which is being assumed away in [the *General Theory*], and all its characteristic phenomena and problems arise from the fact that it is such a process. A theory that postulates invariance of production functions may, if correct in itself, be still of some use to the theorists. But it is the theory of another world and out of all contact with modern industrial fact, unemployment included. No interpretation of modern vicissitudes, 'poverty in plenty' and the rest, can be derived from it. [...] Since Mr. Keynes eliminates the most powerful propeller of investment, the financing of changes in production functions, the investment process in the theoretical world has hardly anything to do with the investment process in the actual world.⁷⁵

Vedremo più avanti che, sebbene condivisa anche da Kaldor,⁷⁶ questa critica alla *Teoria generale*, in realtà, non ne coglie tutte le implicazioni analitiche.

Mentre i mutamenti che caratterizzano la *crescita*, riguardano “dati extrasociali (condizioni naturali) o [...] dati extra-economici (conseguenze delle guerre, cambiamenti nella politica commerciale, sociale ed economica) o [le] tendenze dei gusti dei consumatori”,⁷⁷ il cambiamento che definisce la vera natura del capitalismo è un “tipo di cambiamento che sorge dall'interno del sistema e *che sposta il punto di equilibrio di questo in modo tale che il nuovo non può essere raggiunto dal vecchio che per gradi infinitesimali*. Si aggiungano pure successivamente tante diligenze quante si vogliono, non si otterrà mai una ferrovia.”⁷⁸ Schumpeter quindi distingue la *crescita* dallo

⁷⁴ Schumpeter (1943) [1951], p. 173-174.

⁷⁵ Schumpeter (1936) p. 794.

⁷⁶ A questo proposito, si confronti Kaldor (1982b, 1983).

⁷⁷ Schumpeter (1912) [1977], p. 72.

⁷⁸ *Ibidem*, p. 74.

sviluppo, intendendo con quest'ultimo termine i “mutamenti della vita economica che non sono ad essa imposti dall'esterno, ma scaturiscono dall'interno, dalla sua propria iniziativa.”⁷⁹

Nonostante Schumpeter concordi con Hayek e gli altri esponenti della scuola 'austriaca' sul fatto che il capitalismo non possa essere descritto attraverso un modello, quello dell'equilibrio economico generale walrasiano, che non ne rappresenta adeguatamente il dinamismo, il suo concetto di *sviluppo economico* è diametralmente opposto al concetto di cambiamento legato ai meccanismi di funzionamento dell'*ordine spontaneo* hayekiano (Capitolo 12, paragrafo 1.). Questo per i due seguenti motivi fondamentali:

1) L'iniziativa del cambiamento non trae origine dalle mutate preferenze espresse dai consumatori:

[...] [gli] spostamenti del centro d'equilibrio si verificano nella sfera della vita industriale e commerciale, ma non nella sfera dei bisogni dei consumatori dei prodotti finiti. Laddove si verificano mutamenti spontanei e discontinui nelle tendenze del gusto dei consumatori, avviene un improvviso mutamento dei dati di cui l'uomo d'affari deve tener conto e quindi sorge per lui un motivo e un'occasione per procedere possibilmente a qualcosa di diverso da un adattamento graduale della sua condotta, ma senza implicare in sé e per sé l'adozione di una condotta differente. Pertanto tali mutamenti non costituiscono un problema diverso da quello del cambiamento dei dati naturali e non richiedono alcun nuovo metodo di trattamento [...].⁸⁰

Anche per Schumpeter, l'imprenditore è protagonista principe del cambiamento, ma non perché si tratta di “un bucaniere che solca i mari burrascosi dei mercati [...] alla continua ricerca di forzieri perduti e di nuove opportunità di arricchimento”⁸¹ in base alle indicazioni fornite dalle variazioni dei prezzi di mercato. Nel quadro analitico sviluppato da Schumpeter, l'imprenditore non subisce il cambiamento, ma lo promuove attraverso l'introduzione di 'nuove combinazioni',⁸² ovvero attraverso l'introduzione di *innovazioni* che possono consistere:

⁷⁹ *Ibidem*, p. 73.

⁸⁰ *Ibidem*, p. 75.

⁸¹ Passarella e Baron (2010), p. 9

⁸² “Chiamiamo «impresa» l'introduzione di nuove combinazioni, e chiamiamo «imprenditori» quei soggetti economici la cui funzione consiste nell'introdurle. Questi concetti sono al tempo stesso più ampi e più ristretti di quelli consueti. Più ampi perché noi, in primo luogo, chiamiamo imprenditori non solamente i «businessmen» autonomi che nell'economia dello scambio vengono definiti di solito in questo modo, ma tutti quelli che adempiono effettivamente la funzione con cui abbiamo definito il nostro concetto, anche se, come oggi avviene sempre più spesso, sono impiegati «dipendenti» di una società per azioni [...] come managers, membri del consiglio di amministrazione ecc., o fondino il loro effettivo e la loro posizione giuridica su principi concettualmente estranei alla funzione di imprenditore, come il controllo della maggioranza delle azioni. Dal momento che è l'introduzione di nuove combinazioni che definisce l'imprenditore, non

- (i) nella produzione di un nuovo bene;
- (ii) nella introduzione di un nuovo metodo di produzione;
- (iii) nell'apertura di un nuovo mercato;
- (iv) nella conquista di una nuova fonte di approvvigionamento di materie prime e di semilavorati, o
- (v) nell'attuazione di una riorganizzazione di una qualsiasi industria come la creazione di un monopolio o la sua distruzione.⁸³

Di particolare rilievo, ai fini della nostra analisi, è l'introduzione di nuovi beni, che si tratti di beni mai prodotti prima o di beni assoggettati a un processo di perfezionamento o di differenziazione qualitativa. Con riferimento all'introduzione di beni che rivoluzionano le abitudini di consumo degli agenti economici, Schumpeter porta alcuni esempi particolarmente pregnanti che consentono di sottolineare l'estraneità dei consumatori dal processo di cambiamento strutturale che interessa le economie capitaliste:

Le ferrovie non sono nate perché i consumatori si sono presi la briga di esplicitare una domanda effettiva del servizio ferroviario al posto di quello della diligenza. Né i consumatori hanno preso una qualche iniziativa per avere la luce elettrica, o le calze di nailon, o per viaggiare in macchina o in aereo, o per avere la radio, o per masticare la gomma americana. La maggior parte delle variazioni intervenute nel consumo delle merci è stata imposta dai produttori ai consumatori che, il più delle volte, hanno resistito ai cambiamenti e vi sono stati poi riconciliati attraverso l'uso di complesse campagne pubblicitarie basate sul convincimento psicologico. Dal nostro punto di vista è irrilevante il fatto che solo la soddisfazione del consumatore dia significato, sotto il profilo sociale, a qualsiasi attività economica, o il fatto che le merci nuove o sconosciute debbano alla fine essere "sperimentate", o ratificate, dai consumatori, e che sia necessario dire che sono state prodotte pensando ai desideri inespressi dei consumatori, o in base a indicazioni diverse da quelle risultanti dalla domanda effettiva.⁸⁴

I bisogni quindi non rappresentano un dato esogeno, ma sono continuamente condizionati da innovazioni introdotte dagli imprenditori che possono essere accettate o non accettate dai consumatori.⁸⁵ Come l'imprenditore che agisce

è necessario che questo abbia un rapporto durevole con una certa azienda; [...] D'altro canto è un concetto più ristretto perché nel nostro non sono compresi tutti i soggetti economici autonomi, che agiscono per proprio conto, come avviene normalmente. La proprietà di una azienda – o in generale di una qualsiasi «ricchezza» - non è per noi un connotato essenziale; ma anche prescindendo da ciò, l'autonomia intesa in questo senso non include già di per sé l'adempimento della funzione che è essenziale per il nostro concetto." (Schumpeter (1912) [1977], p. 84)

⁸³ *Ibidem*, p. 76.

⁸⁴ Schumpeter (1939) [1977], pp. 97-98.

⁸⁵ "[...] le innovazioni nel sistema economico non avvengono di regola in maniera tale che prima sorgono spontaneamente nei consumatori nuovi bisogni e poi, sotto la loro pressione, l'apparato

nell'economia monetaria di produzione (*monetary* o *entrepreneur economy*) di Keynes, anche l'imprenditore schumpeteriano deve prendere delle decisioni *prima* di portare le merci al mercato. Le variazioni di prezzo avvengono *ex post* e non possono quindi fornire alcuna 'mappa' che aiuti a conoscere *ex ante* l'ammontare preciso dei futuri ricavi di vendita. Una circostanza di questo genere può verificarsi soltanto nell'irrealistica ipotesi che le domande e le offerte di beni vengano coordinate *ex ante* dalla figura di un banditore walrasiano (Capitolo 2, paragrafo 2.3).⁸⁶ Pertanto, analogamente all'imprenditore keynesiano mosso dai suoi slanci vitali (*animal spirits*) (Capitolo 8, paragrafo 3.2), anche l'imprenditore schumpeteriano si muove in un ambiente caratterizzato da radicale incertezza:

Mancano al soggetto economico, al di fuori delle vie abituali, i dati che all'interno di esse gli sono noti con grande precisione sui quali fonda le decisioni e le regole del proprio agire. Ovviamente egli può ancora prevedere e valutare sulla base delle sue esperienze. Ma molte cose sono necessariamente incerte, altre ancora sono accertabili solo entro certi limiti, alcune possono essere semplicemente 'immaginate'. Ciò vale, in particolare per quei dati che il soggetto intende modificare e per quelli che vuole creare. [...] Agire secondo il nuovo o agire secondo l'abituale sono due cose così diverse come il costruire una strada o il percorrerne una già costruita [...].⁸⁷

È quindi possibile tracciare un parallelo tra le *innovazioni* di Schumpeter e gli *investimenti* portati ad esempio da Keynes nella *Teoria generale*:

Parlando francamente, dobbiamo ammettere che la base delle nostre conoscenze per stimare il rendimento che una ferrovia, una miniera di rame,

produttivo riceve un nuovo orientamento. Noi non neghiamo il verificarsi di questo nesso. Però è il produttore che di regola inizia il cambiamento economico e i consumatori, se necessario, sono da lui educati; essi sono, come pure erano, considerati come persone che vogliono cose nuove, o cose che differiscono per qualche aspetto o per l'altro da quelle che sono abituati ad usare. Pertanto, mentre è ammissibile e anche necessario considerare i bisogni dei consumatori come una forza autonoma e addirittura fondamentale nella teoria del flusso circolare, noi dobbiamo invece assumere una differente attitudine appena ci rivolgiamo ad analizzare il «cambiamento»." (Schumpeter (1912) [1977], p. 75)

⁸⁶ Solo in questo caso, è possibile imputare all'imprenditore la 'colpa' di non aver indirizzato la produzione nella direzione indicata dai consumatori. A questo proposito, si consideri invece la seguente descrizione delle cause che determinano una crisi da sovrapproduzione o da deficienza di domanda fornita dall'economista neo-austriaco William Anderson (2009, p. 53): "[...] Ricardo [...] says that 'it is at all times the bad adaptation of the commodities produced to the wants of mankind which is the specific evil, and not abundance of commodities.' Ricardo add, 'Men err in their productions (but) there is no deficiency of demand.' [...] the critics of Say's Law have claimed that it is absurd on its face, and that it denies something that has been observed many times in history: the business recession. [...] Indeed, Say's Law is not about the denial of recessions or even a *partial overproduction* of goods relative to demand; it is about dealing with the claims that a recession occurs because of a *general overproduction* of goods."

⁸⁷ Schumpeter (1912) [1977], pp. 94-95.

uno stabilimento di tessitura, una specialità medicinale, un transatlantico, o un edificio della city di Londra daranno fra dieci anni, o anche soltanto fra cinque anni, è scarsa e talvolta evanescente.⁸⁸

Questi esempi tratti dalla *Teoria generale* sembrano più vicini allo spirito degli scritti di Keynes risalenti al 1933. Come nel caso degli esempi di innovazione di prodotto utilizzati da Schumpeter nella *Teoria dello sviluppo economico*, essi fanno infatti riferimento alla valutazione prospettica degli esiti di un *processo produttivo*⁸⁹ diretto alla realizzazione di determinati beni o servizi, più che alla stima dei rendimenti futuri di specifici beni capitali.

Alla luce di queste considerazioni, la critica di Schumpeter alla natura statica dell'analisi condotta da Keynes nella *Teoria generale* appare ingenerosa. Tanto più, se si considera che, negli scritti del 1933 e nella *Teoria generale*, Keynes sviluppa uno schema analitico del tutto diverso da quello che emerge da un suo famoso saggio del 1930, le *Possibilità economiche per i nostri nipoti*.

Giancarlo Bertocco (2015, pp. 134-137) sottolinea che, quando scrisse questo saggio, Keynes era ancora influenzato dalla impostazione teorica del *Trattato della moneta*. Il saggio vide la luce nel clima particolare che si era creato dopo lo scoppio della Grande recessione, e contiene una versione rielaborata del testo di una conferenza tenuta agli studenti di Cambridge nel 1928. In quell'occasione, Keynes si erse a difesa del sistema di produzione capitalista contro ogni tentazione di volerlo sostituire con il sistema alternativo da poco introdotto in Unione Sovietica, nella convinzione che il capitalismo fosse un progetto utopistico, ma “un'utopia più efficace del comunismo perché era l'unico mezzo efficiente per raggiungere l'abbondanza che avrebbe reso possibile una vita buona per tutti.”⁹⁰ A difesa della sua tesi, Keynes sottolineò l'impressionante aumento della produttività del lavoro seguito alle innovazioni tecniche introdotte con la rivoluzione industriale, concludendo che:

[...] nel lungo periodo *l'umanità risolverà il suo problema economico*. Mi sento di prevedere che tra cento anni, nei paesi progrediti, il tenore di vita sarà superiore a quello attuale di almeno quattro, se non addirittura otto volte. [...] ciò significa che, se spingiamo lo sguardo nel futuro, il problema economico *non è il problema permanente del genere umano*.⁹¹

⁸⁸ Keynes (1936), *C.W.K.*, vol. VII, [2006], pp. 335-336.

⁸⁹ “Ogni produzione consiste nel combinare materiali e forze che si trovano alla nostra portata [...]. Produrre altre cose, o le stesse cose in modo differente, significa combinare queste cose e queste forze in maniera diversa.” (Schumpeter (1912) [1977], p. 75)

⁹⁰ Skidelsky e Skidelsky (2012) [2013], p. 25.

⁹¹ Keynes (1930) [2011], p. 32.

L'analisi di Keynes era basata sulla distinzione tra bisogni assoluti e bisogni relativi, ed egli affermò che, in ragione della prevalenza dei primi sui secondi, la sua profezia si sarebbe avverata:

È ben vero che i bisogni degli esseri umani appaiono insaziabili, ma è vero anche che i bisogni sono distinguibili in due categorie, quelli da considerare assoluti, nel senso che li avvertiamo indipendentemente da quelle che potrebbero essere le condizioni del nostro prossimo, e quelli da considerare relativi, nel senso che li avvertiamo soltanto se il loro appagamento ci spinge in alto, facendoci sentire superiori al prossimo. I bisogni della seconda categoria, quelli che appagano il desiderio di superiorità, possono davvero essere insaziabili, poiché tanto più essi crescono, tanto più cresce il livello generale. Così non è nel caso dei bisogni assoluti e, anzi, potremmo presto (più di quanto non si credrebbe) arrivare al punto in cui tali bisogni saranno soddisfatti nel senso che preferiremo dedicare le residue energie al conseguimento di finalità non economiche.⁹²

L'umanità, secondo Keynes, era dunque destinata a raggiungere uno stato stazionario virtuoso in cui non sarebbe più stato necessario dedicare troppo tempo al lavoro. A circa novant'anni dalla pubblicazione del saggio di Keynes, la sua profezia si è però rivelata corretta soltanto per quanto riguarda la crescita del reddito medio della popolazione dei paesi avanzati, mentre il tempo di lavoro non è diminuito nella misura da lui prevista.

Gli esempi tratti dalla *Teoria generale* presi in considerazione poco sopra, mostrano come, dopo il 1930, la prospettiva dell'analisi di Keynes cambi radicalmente, dando spazio a una realtà fattuale in cui le innovazioni di prodotto conducono alla continua introduzione di nuovi beni destinati alla soddisfazione dei bisogni relativi, e di beni di qualità sempre più sofisticata invece destinati alla soddisfazione dei bisogni assoluti, determinando così l'infinita posticipazione del raggiungimento di uno stato stazionario caratterizzato dal superamento del problema economico dell'umanità.

Non a caso, con l'introduzione della figura dell'imprenditore-innovatore Keynes modifica anche la sua posizione sul problema della crisi. Da evento passeggero, destinato a essere facilmente superato sino al raggiungimento di uno stato stazionario virtuoso,⁹³ la crisi assume i connotati di evento connaturato a una

⁹² *Ibidem*.

⁹³ “Ormai siamo in piena crisi di pessimismo economico. Si sente dire continuamente che è finito il tempo del grandioso progresso economico che aveva caratterizzato il diciannovesimo secolo, che il rapido innalzamento del tenore di vita sta rallentando, quanto meno in Inghilterra, e che nei prossimi dieci anni è più probabile un declino che non un miglioramento della nostra attuale prosperità. Per parte mia sono convinto che qui siamo di fronte a un'interpretazione radicalmente errata di ciò che ci sta capitando. Soffriamo infatti non degli acciacchi della vecchiaia, bensì dei malanni causati da un cambiamento troppo rapido, dei disturbi dell'adattamento che sono

economia monetaria di produzione contraddistinta dalla sequenza $M - C - M'$, in cui la misura dei ricavi monetari realizzabili dagli imprenditori attraverso la vendita dei beni prodotti è radicalmente incerta.

Questa incertezza radicale che accompagna le decisioni di produzione dell'imprenditore keynesiano e quelle dell'imprenditore schumpeteriano è generata in modo endogeno. Non si tratta, cioè, di una incertezza derivante da una inspiegata frammentazione della conoscenza dei dati economici, come nell'ordine spontaneo descritto da Hayek. Come vedremo meglio tra poco, la teoria dello sviluppo economico di Schumpeter offre una spiegazione delle forze che hanno determinato il passaggio dalla 'economia del villaggio' descritta nel modello di equilibrio economico generale di Walras alle moderne economie industriali che è del tutto assente nelle elaborazioni di Hayek e in quelle degli economisti della scuola 'austriaca' di vecchia e nuova generazione.

2) Il secondo punto fondamentale che allontana Schumpeter da Hayek e dalla scuola 'austriaca' di economia politica, avvicinandolo ulteriormente a Keynes, riguarda infatti la rilevanza attribuita alla produzione endogena di moneta di origine bancaria e il concetto di non neutralità della moneta e della finanza che ne deriva.⁹⁴

Questa rilevanza è tale che, a giudizio di Schumpeter, in mancanza delle banche e della moneta di origine creditizia la stessa esistenza delle economie capitaliste verrebbe meno:

[c]apitalism will be defined by three features of industrial society: private ownership of the physical means of production; private profits and private responsibility for losses; and the creation of means of payments – banknotes or deposits by private banks. The first two features suffice to define private enterprise. But no concept of capitalism can be satisfactory without including the set of typically capitalistic phenomena covered by the third.⁹⁵

Nello schema analitico di Schumpeter l'importanza della istituzione bancaria e della moneta bancaria deriva dal fatto che, in loro assenza, l'imprenditore non potrebbe promuovere il cambiamento e lo *sviluppo economico*. Il sistema sarebbe allora condannato alla sola *crescita*:

inevitabili nel passaggio da un periodo economico a un altro. [...] Prevedo infatti, che, tra non molto, si riveleranno fallaci entrambi gli estremi opposti del pessimismo di cui oggi tanto si parla in tutto il mondo: da un lato, il pessimismo dei rivoluzionari, i quali vedono tutto così nero da pensare che solo un cambiamento violento potrebbe salvarci, dall'altro il pessimismo dei reazionari, secondo i quali l'equilibrio della nostra vita economica e sociale è troppo precario per consentirci rischiosi esperimenti." (*Ibidem*, pp. 29-30)

⁹⁴ A questo proposito, Schumpeter sottolinea che la sua teoria dello sviluppo economico si basa sulla "eresia secondo cui una funzione essenziale spetta alla moneta" e, quindi, sul fatto che "i processi che avvengono nel campo dei mezzi di pagamento non sono meri riflessi dei processi che avvengono nel mondo dei beni." (Schumpeter (1912) [1977], p. 105)

⁹⁵ Schumpeter (1943) [1951], p. 170.

[...] possiamo definire il nucleo centrale del fenomeno del credito nel modo seguente: il credito è essenzialmente creazione di potere d'acquisto al fine di cederlo all'imprenditore, e non semplicemente trasferimento di potere d'acquisto esistente. La creazione di potere d'acquisto caratterizza, in linea di principio, il metodo col quale si realizza lo sviluppo in un'economia caratterizzata dalla proprietà privata e dalla divisione del lavoro. Attraverso il credito si apre agli imprenditori l'accesso al flusso di beni della società, prima che abbiano acquisito il normale diritto su di essi. [...] La concessione del credito, in questo senso, agisce come un'ingiunzione al sistema economico di subordinarsi agli scopi dell'imprenditore, come [...] l'affidamento a lui di forze produttive. Solo così può realizzarsi lo sviluppo economico, solo così esso può sorgere dal mero flusso circolare in equilibrio perfetto. E questa funzione è il fondamento che sta alla base del moderno edificio del credito. [...] [il credito rappresenta] il metodo proprio della forma economica "capitalistica" [...] [la] sua «differentia specifica» [che consente di] sospingere il sistema economico entro nuovi binari, [di] mettere i suoi mezzi al servizio di nuovi scopi, in contrapposizione al metodo dell'economia chiusa di qualsiasi tipo, che consiste semplicemente nell'esercizio del potere di comandare da parte dell'organo dirigente.⁹⁶

Come Wicksell, Keynes e Kaldor, anche Schumpeter pone l'accento sulla capacità di creazione endogena di moneta delle banche. Il banchiere, per Schumpeter, "non è tanto un intermediario della merce «potere d'acquisto», ma un «produttore»"⁹⁷ di

⁹⁶ Schumpeter (1912) [1977], pp. 79, 117. Sul piano dell'analisi storica, una importante conferma della rilevanza teorica del ruolo delle banche e della moneta di origine creditizia nel processo di sviluppo industriale delle economie capitaliste viene dal lavoro di Alexander Gerschenkron (1962). Come è noto, Gerschenkron critica il concetto di 'accumulazione originaria', secondo cui l'industrializzazione di un paese deve necessariamente essere preceduto da una fase caratterizzata dall'accumulo di risparmi che consentano il decollo del processo industriale. A giudizio di Gerschenkron, un approccio di questo tipo implica che i paesi avanzati abbiano seguito un percorso sostanzialmente omogeneo sino al momento in cui "la campana della rivoluzione industriale avrebbe chiamato il capitale sui campi di battaglia della produzione" (Gerschenkron (1962), p. 33). Pur riconoscendo che le rivoluzioni industriali che hanno avuto luogo in Inghilterra e nei maggiori paesi dell'Europa continentale (Germania, Francia e Italia) presentano degli elementi comuni, Gerschenkron giunge alla conclusione che l'accumulazione di ricchezza non è condizione né sufficiente né necessaria per l'industrializzazione, dal momento che il potere d'acquisto per la realizzazione degli investimenti potrebbe benissimo essere creato dal sistema bancario. Se confrontata con le tesi di Sinn e del *mainstream* macroeconomico contemporaneo sui fattori che dovrebbero garantire il processo di convergenza economica tra i paesi 'centrali' e i paesi 'periferici' dell'Eurozona (Capitolo 2), l'analisi di Gerschenkron sollecita numerosi elementi di riflessione, in particolare, nella parte dedicata allo studio delle determinanti del decollo industriale tedesco. Scrive infatti Gerschenkron (1962, p. 45): "Nei paesi più arretrati dell'Europa continentale né l'ampiezza dell'accumulazione attuata nell'età precedente, né l'atteggiamento verso lo sviluppo industriale erano adeguati al maggior fabbisogno di capitali connesso con una industrializzazione ritardata. In un paese come la Germania, la funzione di procurare capitali fu sostenuta essenzialmente non da una originaria accumulazione di capitale, ma dalla politica di creazione di crediti svolta dal sistema bancario. È vero che anche le banche rastrellarono e trasferirono agli imprenditori risparmi o presero fondi precedentemente accumulati che potevano essere convertiti in titoli di credito sulla produzione corrente: ma tutto ciò ebbe un significato trascurabile [...]."

⁹⁷ *Ibidem*, p. 83.

essa (Capitolo 7, paragrafo 1.). Tuttavia, rispetto a Wicksell, e a tutti gli economisti che si sono ispirati e si ispirano ancora oggi alla sua opera, Schumpeter, in accordo con Keynes e Kaldor, astrae da qualunque considerazione relativa alla corrispondenza tra le disponibilità monetarie generate attraverso il ricorso al credito bancario e la (*scarsa*) disponibilità di risorse reali. In altre parole, nella sua teoria dello sviluppo economico, il risparmio non svolge alcun ruolo:

Quel rudimento di teoria economica pura dello sviluppo che si trova nella dottrina tradizionale della formazione del capitale si riferisce semplicemente al risparmio e all'investimento del piccolo aumento annuo ad esso attribuibile. Con ciò non si dice nulla di sbagliato, ma ci si preclude l'accesso alle questioni essenziali. Il lento e continuo incremento nel tempo della offerta nazionale di mezzi di produzione e di risparmio è sì essenziale, naturalmente, per spiegare lo svolgimento della storia economica, ma passa del tutto in secondo piano per il fatto che lo sviluppo consiste soprattutto nel diverso impiego delle risorse esistenti, nel fare con esse cose nuove, senza considerare se queste risorse siano o meno aumentate. [...] negli ultimi cinquant'anni [...] la faccia dell'economia mondiale è stata cambiata dal diverso impiego delle risorse esistenti e non dal risparmio né dall'aumento della quantità di lavoro disponibile. In particolare l'aumento della popolazione, ma anche quello delle fonti da cui il risparmio può essere alimentato, fu reso possibile, in larga misura, solo dal diverso impiego dei mezzi di volta in volta esistenti.⁹⁸

La distanza che separa Schumpeter da Hayek e dagli altri esponenti della scuola di pensiero 'austriaca' è dunque enorme. Rispetto alla prospettiva radicalmente soggettivista sposata dagli economisti di scuola 'austriaca', l'analisi di Schumpeter si muove infatti in direzione del tutto opposta. Egli valuta l'attività imprenditoriale da un punto di vista *funzionale*, e non dal punto di vista dell'*azione umana* soggettiva diretta ad ampliare la propria conoscenza di circostanze di tempo e di luogo particolari, ai fini della scoperta di opportunità di profitto segnalate dal mercato attraverso le variazioni di prezzo:

L'imprenditore svolge una funzione economica distinta, ad esempio, da quella del ladro, ma [...] non è un genio o un benefattore dell'umanità.⁹⁹

La funzionalità dell'iniziativa imprenditoriale inoltre interagisce con la funzionalità attribuita al sistema bancario. Come osserva Nicolò De Vecchi:

Schumpeter riconduce il movimento dell'economia capitalistica all'interazione tra un'iniziativa individuale ed un intervento istituzionale: rispettivamente, l'iniziativa dell'imprenditore e l'intervento del credito. Quando deve spiegare la

⁹⁸ *Ibidem*, p. 78.

⁹⁹ Citato in De Vecchi (1993), p. 30.

natura dei due termini del rapporto, li considera come parti dell'organismo complessivo al quale essi imprimono il movimento. Li osserva cioè dal punto di vista del risultato che concorrono a produrre o, come egli si esprime, fissa per ognuno di essi la «funzione capitalistica».¹⁰⁰

In secondo luogo, l'esistenza della moneta di origine bancaria, lungi dal costituire un elemento potenzialmente distorsivo dei meccanismi di allocazione del risparmio, come nella tradizione della scuola 'austriaca', è invece indispensabile per spiegare il passaggio da società economiche basate su forme di baratto più o meno evolute alla complessità delle moderne economie di mercato.

Giancarlo Bertocco (2007), sottolinea come il ruolo essenziale attribuito da Schumpeter al credito bancario dipenda dalla compresenza di tre elementi:

- (i) la proprietà privata dei mezzi di produzione. Se così non fosse, il credito bancario non avrebbe alcun ruolo da svolgere nell'allocazione delle risorse produttive, venendo sostituito nell'esercizio di questa funzione da una autorità centrale deputata alla pianificazione economica, come avviene nelle società a organizzazione socialista;¹⁰¹
- (ii) il fatto che l'imprenditore-innovatore è un 'uomo nuovo', estraneo alle dinamiche del 'flusso circolare', che quindi non dispone ancora dei mezzi di produzione necessari alla produzione dell'innovazione, ma che, proprio in ragione della sua estraneità alle *routine* del 'flusso circolare', si trova nella posizione migliore per introdurre ciò che non è ancora stato sperimentato;¹⁰²
- (iii) la presenza di condizioni di piena occupazione delle risorse produttive. Evidentemente, questa ipotesi contrasta con l'impostazione adottata da Keynes dopo la pubblicazione del *Trattato della moneta*, ed evidenzia come questi due grandi economisti si siano in qualche modo spartiti il lavoro per analizzare il

¹⁰⁰ *Ibidem*.

¹⁰¹ “[...] per introdurre nuove combinazioni occorre disporre di mezzi di produzione. Procurarsi i mezzi di produzione è un problema diverso per le imprese esistenti che operano all'interno del flusso circolare. Infatti esse hanno già i mezzi di produzione necessari o se li possono procurare normalmente [...] con il ricavato della produzione precedente. [...] Il problema non esiste, inoltre, in un'economia non di scambio anche se in essa si affermano nuove combinazioni. L'organo dirigente, infatti, un ministero dell'economia socialista, ad esempio, è in grado di indirizzare a nuovi impieghi le risorse produttive della società esattamente come le può indirizzare nuovamente agli impieghi precedenti. [...] l'emissione a favore dell'imprenditore dei nuovi mezzi di pagamento creati ad hoc corrisponde, nella società capitalista, all'ordine emesso dall'ufficio centrale nello stato socialista.” (Schumpeter (1912) [1977], p. 78 e Schumpeter (1939) [1977], p. 139)

¹⁰² “[...] non è essenziale – benché possa avvenire – che le nuove combinazioni vengano introdotte dalle stesse persone che controllano il processo produttivo o commerciale che deve essere soppiantato da uno nuovo. Di regola anzi, le nuove combinazioni sono incorporate in nuove imprese che generalmente non nascono dalle vecchie ma iniziano a produrre accanto ad esse. [...] non è, in generale, il padrone delle diligenze ad introdurre le ferrovie.” (Schumpeter (1912) [1977], p. 76)

ruolo della moneta nella definizione delle due caratteristiche distintive delle economie capitaliste, il continuo cambiamento, da un lato, e la crisi, dall'altro.¹⁰³

Date le ipotesi di cui sopra, poiché “in linea di principio non è possibile un prestito di servizi del lavoro e della terra da parte di operai e proprietari fondiari”, e poiché “l'imprenditore non può neppure prendere a prestito mezzi di produzione prodotti”, perché nel flusso circolare “non ne esistono riserve inoperose e neppure quantità apprestate per i bisogni dell'imprenditore, [...] il diverso impiego delle forze produttive dell'economia non può essere attuato altro che mediante uno spostamento nel potere d'acquisto dei soggetti economici.”¹⁰⁴ La diversione dei fattori di produzione, e in primo luogo del lavoro, dal ‘flusso circolare’ avviene allora per effetto dell'inflazione indotta dalla creazione di moneta *ex novo* da parte del sistema bancario:

Se [...] vengono creati nuovi mezzi di pagamento a credito, nuovo potere d'acquisto [...], e vengono messi a disposizione dell'imprenditore, questo viene allora a trovarsi accanto ai produttori già esistenti e questo potere d'acquisto viene a trovarsi accanto alla somma di quello finora esistente. Con ciò, naturalmente non viene accresciuta la quantità di servizi produttivi di cui dispone il sistema economico. Diventa tuttavia possibile ovviamente una nuova «domanda». Essa determinerà un aumento dei prezzi dei servizi produttivi. In questo modo avviene la «sottrazione di beni» [dal flusso circolare], l'introduzione di impieghi diversi dei servizi del lavoro e della terra esistenti.¹⁰⁵

Le modalità di finanziamento delle *innovazioni* di Schumpeter sono identiche a quelle descritte da Keynes nel dibattito sul ‘finance’ con Ohlin e Robertson per spiegare come vengono finanziati gli *investimenti* in un mondo in cui vale il principio della domanda effettiva, e in cui la relazione causale tra risparmi e investimenti è invertita rispetto al mondo neoclassico e ‘austriaco’ in cui vale la legge di Say. Sia il finanziamento delle innovazioni schumpeteriane che il finanziamento degli investimenti keynesiani è reso possibile dalle banche attraverso la creazione di nuovo potere d'acquisto, in modo del tutto indipendente dalle decisioni di risparmio degli agenti economici.

¹⁰³ “Dobbiamo notare [...] che in linea di principio non dobbiamo mai immaginare che l'introduzione delle nuove combinazioni abbia luogo impiegando mezzi di produzione inutilizzati. Nella vita pratica questo avviene molto spesso. Ci sono sempre lavoratori disoccupati, materie prime invendute, capacità produttiva inutilizzata ecc. Questa certo è una circostanza promovente, una condizione favorevole ed anche un incentivo dell'introduzione di nuove combinazioni. Ma la disoccupazione di grandi dimensioni è solo una conseguenza di eventi non economici – come ad esempio la guerra mondiale – oppure, appunto, dello sviluppo che stiamo indagando. In nessuno dei due casi la sua esistenza può avere una funzione nella spiegazione teorica, ed essa non può esistere nel flusso circolare ben equilibrato, dal quale partiamo.” (*Ibidem*, p. 77)

¹⁰⁴ *Ibidem*, p. 106.

¹⁰⁵ *Ibidem*, p. 118.

Bertocco (2015, pp. 98-102 e 2017, pp. 76-80)¹⁰⁶ quindi mostra che, in realtà, non è affatto necessario ipotizzare la presenza di condizioni di piena occupazione dei fattori della produzione per chiarire il ruolo essenziale svolto dalla moneta bancaria in una *economia monetaria di produzione*, o in una *economia capitalista*, per utilizzare una espressione più cara a Schumpeter. A questo proposito si ipotizzi, come fa Schumpeter, che “lo sviluppo sorga da uno stato privo di sviluppo.”¹⁰⁷ Per esempio, possiamo prendere le mosse dall’economia-grano descritta dagli economisti classici, e immaginare che, un giorno, un imprenditore-innovatore intenda avviare un processo produttivo diretto alla realizzazione di una ferrovia. Per semplicità, inoltre assumiamo che questo processo produttivo si possa sviluppare senza l’ausilio di beni capitali. L’imprenditore-innovatore si trova quindi nella posizione di dover assumere un certo numero di lavoratori per dare corso al suo progetto produttivo. Condizione necessaria per la costruzione della ferrovia è che la produttività dei lavoratori impiegati nel settore agricolo sia tale da consentire non solo la produzione della quantità di grano corrispondente al loro salario, ma anche la quantità di grano necessaria per soddisfare la domanda proveniente dai lavoratori eventualmente impiegati nella costruzione della ferrovia.

Partendo da queste ipotesi, ora ci chiediamo, se la costruzione della ferrovia e, quindi, il passaggio dal mondo arcaico di una economia grano a un mondo dinamico, caratterizzato dal cambiamento e dall’innovazione, è possibile anche senza la presenza delle banche e della moneta di origine creditizia. Si supponga, per esempio, che gli imprenditori agricoli siano disposti a prestare all’imprenditore-innovatore, direttamente, o attraverso l’intermediazione di un istituto di credito, una quota della loro produzione di grano, affinché quest’ultimo la possa utilizzare per pagare i lavoratori necessari alla realizzazione della ferrovia. La chiusura di un contratto di credito di questo tipo è tuttavia difficilmente ipotizzabile, perché, in una economia in cui viene prodotta una pluralità di beni, e in cui il paniere dei beni-salario è soggetto a continui cambiamenti a causa della introduzione di beni e servizi innovativi, vengono meno le caratteristiche di omogeneità fisica tra i mezzi di produzione e i beni e i servizi finali. Poiché l’imprenditore-innovatore non intende investire ai fini della produzione di grano, egli non sarà in grado di rimborsare il prestito ottenuto dagli imprenditori agricoli con una quantità di grano maggiorata dagli interessi. Pertanto, il contratto di credito deve essere necessariamente stipulato sulla base di impegni espressi in termini monetari. In questo caso, l’imprenditore-innovatore otterrà moneta di nuova creazione dalle banche, assumendo l’obbligo di rimborsare il prestito con una determinata somma di denaro. In una economia-

¹⁰⁶ Su questo punto, si confronti anche Bertocco e Kalajzic (2015a, 2015b, 2016a, 2016b, 2016c, 2017a, 2017b e 2017c).

¹⁰⁷ Schumpeter (2012) [1977] p. 74.

grano, invece, la decisione di investimento presuppone una valutazione comparativa tra costi e ricavi che riflettono quantità di grano prodotte e consumate.

Naturalmente, è possibile ipotizzare che, anche nel caso del finanziamento della costruzione della ferrovia, i costi e i risultati dell'investimento-innovazione vengano definiti in termini reali. I costi di questa operazione corrisponderebbero allora alla quantità di grano consumata dai lavoratori impiegati per il completamento della ferrovia, mentre i risultati del processo produttivo verrebbero valutati in base al numero di binari, di locomotive e di vagoni realizzati. Ma, evidentemente, l'imprenditore-innovatore non è interessato a costruire la ferrovia per motivi stravaganti, bensì per realizzare dei ricavi monetari, ottenuti attraverso la vendita dei biglietti ferroviari, che superino i costi sostenuti per il finanziamento del suo progetto di investimento. Pertanto, egli valuterà la convenienza del suo progetto di investimento confrontando soltanto valori monetari: quelli corrispondenti ai salari da versare ai lavoratori necessari alla costruzione della ferrovia, e quelli invece corrispondenti ai ricavi realizzabili attraverso la vendita dei biglietti di trasporto. Queste grandezze non rappresentano un semplice 'velo', ma costituiscono, al contrario, gli unici elementi che consentono l'adozione di una decisione sia all'imprenditore-innovatore che alla banca finanziatrice.

Inoltre, in una economia monetaria o capitalista anche gli imprenditori agricoli impegnati nella produzione di grano prendono le loro decisioni confrontando grandezze monetarie piuttosto che quantità di grano. Anche loro, cioè, perseguono l'obiettivo di un profitto monetario e non di un profitto derivante dall'eccedenza del grano prodotto rispetto a quello impiegato nel processo produttivo. E, analogamente all'imprenditore-innovatore, essi agiscono in condizioni di incertezza, perché i loro ricavi monetari dipendono dalle aspettative sulla quantità di grano che riusciranno a vendere e, quindi, dal numero di lavoratori occupati, che, a sua volta, è funzione delle intenzioni dell'imprenditore-innovatore e della volontà delle banche di finanziare la realizzazione del suo progetto di investimento.

In base alle considerazioni precedenti, possiamo quindi concludere che esiste una evidente incompatibilità di fatto tra l'approccio analitico di Schumpeter e un approccio macroeconomico, come quello 'austriaco', basato:

- (i) sulla descrizione di un processo di crescita quantitativo che non prevede alcun ruolo per il credito bancario che non sia quello di fattore distorsivo della allocazione delle scarse risorse reali risparmiate, e
- (ii) sulla contemporanea considerazione di un processo dinamico qualitativo governato dal principio di sovranità del consumatore.

Tuttavia, non si può certo affermare altrettanto con riferimento all'approccio macroeconomico sviluppato da Keynes a seguito della sua insoddisfazione per i contenuti del *Trattato della moneta*. La spiccata personalità di Schumpeter gli ha sempre impedito di cogliere i possibili punti di contatto tra la sua teoria dello

sviluppo economico e le intuizioni di Keynes sulla natura intrinsecamente instabile delle moderne economie di mercato. L'analisi precedente però mostra che l'opera più importante di Schumpeter offre una nitida rappresentazione delle caratteristiche strutturali dell'economia monetaria di produzione illustrata da Keynes nel 1933 grazie al ricorso alla formula $M - C - M'$ originariamente elaborata da Marx.

In particolare, quella che emerge è una teoria del credito completamente antitetica rispetto a quella della tradizione neoclassica e della tradizione 'austriaca'. L'offerta di credito, infatti, dipende dalla produzione endogena di mezzi di pagamento promossa dal sistema bancario in modo del tutto svincolato dal risparmio di una parte delle risorse reali prodotte nel periodo corrente. Come abbiamo visto poco sopra, l'endogenità dell'offerta di moneta di origine creditizia è imprescindibile ai fini dell'introduzione di investimenti-innovazioni destinati ad alterare la struttura delle preferenze dei consumatori e, quindi, a generare incertezza sui ricavi monetari ottenibili con la vendita dei beni o dei servizi realizzati attraverso i processi produttivi. In una economia monetaria è quindi possibile individuare una precisa relazione che va dalla creazione endogena di moneta bancaria, alla realizzazione di investimenti che presentano caratteristiche analoghe alle innovazioni di Schumpeter e, infine, alla produzione di incertezza. La considerazione congiunta delle opere maggiori di Keynes e Schumpeter porta dunque alla definizione di una *teoria monetaria dell'incertezza* che consente di esplicitare la natura più intima della sequenza:

$$M - C - M'.$$

Per effetto della presenza della moneta di origine creditizia, gli investimenti realizzati in una economia monetaria o in una economia capitalista sono dunque di natura completamente diversa da quelli ipotizzati dagli economisti di ispirazione neoclassica e 'austriaca'. La valutazione sulla loro redditività infatti prescinde da qualunque considerazione relativa alla produttività fisica dei beni capitali. Pertanto, Schumpeter decreta l'inesistenza del tasso di interesse 'naturale' di Wicksell in modo meno equivoco di quanto riuscito a Keynes nella *Teoria generale*:

Le origini di questa idea risalgono a un passato molto lontano. [...] Il suo ruolo nel pensiero contemporaneo è dovuto all'insegnamento di Knut Wicksell e al lavoro di un gruppo di brillanti economisti Svedesi e Austriaci. Noi riteniamo tuttavia, che non esista quella cosa che viene chiamata tasso di interesse reale, se non nel senso in cui si parla di salari reali quando si traducono gli interessi e le grandezze monetarie di qualsiasi transazione in termini reali sulla base della variazione attesa di un indice dei prezzi. [...] Ma i tassi di interesse monetari e reali in questo senso, sono soltanto le differenti misure della stessa cosa. [...] Quindi il mercato monetario con tutto quello che succede in esso acquisisce per noi un significato molto più importante rispetto a quello che viene

attribuito a esso dalla teoria a cui abbiamo appena accennato. Esso diventa il cuore, sebbene non diventi mai il cervello, dell'organismo capitalista.¹⁰⁸

Parallelamente, per Schumpeter anche il profitto è un fenomeno slegato dal 'flusso circolare':

Senza sviluppo niente profitto, senza profitto niente sviluppo. [...] Il livello dei profitti non può essere determinato in maniera così precisa come la grandezza dei redditi nel flusso circolare. Di esso, in particolare, non si può dire come degli elementi di costo di quest'ultimo, che sia sufficiente a produrre esattamente la 'quantità di prestazioni imprenditoriali richieste'. Questa quantità, teoricamente determinata, non esiste.¹⁰⁹

Non sorprende, quindi, che Schumpeter rigetti anche la nozione di capitale *fisico*, inteso come stock di mezzi di produzione utilizzabile dalle imprese, generalmente associata al concetto di tasso 'naturale' di interesse dagli economisti di ispirazione neoclassica e da quelli appartenenti alla scuola 'austriaca'. Egli, infatti, definisce il capitale come l'insieme dei mezzi di pagamento a disposizione degli imprenditori per realizzare le innovazioni:

Il capitale [...] non consiste in beni di qualche determinata categoria; né in una parte in qualche modo delimitabile della riserva di beni esistenti. [...] un simile capitale sarebbe specifico di ogni forma economica e non sarebbe quindi adatto a caratterizzare quella capitalistica. [...] Definiremo dunque il capitale come quella somma di moneta e di altri mezzi di pagamento che è in ogni momento disponibile per essere ceduta agli imprenditori. Nell'introduzione di nuove combinazioni [...] la moneta e i suoi surrogati diventano un fattore essenziale, ed è ciò che noi, appunto, esprimiamo indicandoli ora come capitale. Secondo la nostra concezione il capitale è un concetto dello sviluppo, cui non corrisponde nulla nel flusso circolare. Questo concetto incarna un aspetto dei processi economici che ci è suggerito soltanto dai fenomeni dello sviluppo.¹¹⁰

Da un punto di vista keynesiano, non vi è dubbio che l'esplicitazione delle caratteristiche dell'economia monetaria di produzione definita da Keynes nel 1933 attraverso la formula $M - C - M'$ implichi la confutazione della legge di Say, e il conseguente riconoscimento della validità del principio della domanda effettiva e della inversione della relazione causale che lega gli investimenti ai risparmi. E ciò anche, perché all'incertezza che caratterizza il mondo di Keynes deve essere

¹⁰⁸ Schumpeter (1939) [1977], pp. 101-102.

¹⁰⁹ Schumpeter (1912) [1977], p. 195.

¹¹⁰ *Ibidem*, pp. 127-133. Per un approfondimento, si veda De Vecchi (1982, 1993).

attribuito carattere universale.¹¹¹ L'incertezza prodotta endogenamente al sistema coinvolge infatti anche le banche, che, al pari delle imprese, non dispongono di parametri che consentono una valutazione certa dei rendimenti futuri di un progetto di investimento-innovazione. I giudizi delle banche quindi implicano elevati margini di discrezionalità che si traducono nella determinazione di un insieme di criteri per giudicare il merito di credito delle imprese. Poiché le valutazioni delle banche e quelle delle imprese sulla redditività futura di un progetto di investimento non sono necessariamente coincidenti, i concetti di endogenità dell'offerta di moneta bancaria e di razionamento del credito non sono fra loro incompatibili:

[...] at first glance, the two concepts of endogenous money and credit rationing seem incompatible. If bankers create money by accommodating the credit demands by borrowers, how can bankers also refuse to accommodate these demands by rationing? The answer is simply that bankers accommodate all *creditworthy* demands for credit, and ration all those demands not deemed creditworthy. [...] Banks have standards in the form of minimum income and cash flow requirements, maximum loan-to-value ratios, and so on. Those borrowers below the minimum [...] will not obtain the desired loan.¹¹²

Nel mondo descritto da Keynes e Schumpeter le banche assolvono quindi una fondamentale funzione sociale, perché attraverso il consenso alla realizzazione di determinati progetti di investimento, esse incidono sulle caratteristiche strutturali del sistema economico:

[Nelle economie di mercato] il problema del finanziamento esterno dell'accumulazione è al cuore del meccanismo di sviluppo. La disponibilità di credito, e il suo indirizzarsi verso un settore produttivo piuttosto che verso un altro, determinano la capacità del sistema di imboccare il sentiero di sviluppo e la velocità con cui proseguire su di esso. Ciò significa che la moneta e le attività finanziarie condizionano e orientano il processo produttivo [...].¹¹³

¹¹¹ “[...] Keynes’s definition of uncertainty must apply to all economic agents but in particular, it must apply to banks above all since they are the oil by which production is kept well-greased.” (Rochon (1999), p. 280)

¹¹² Wolfson (1996), pp. 455, 459.

¹¹³ Vicarelli (1979), p. 24. L'importanza assegnata da Schumpeter al ruolo svolto dalle banche nelle società capitaliste lo ha spinto a indicare rigorose regole di comportamento per i banchieri. Il banchiere deve indagare scrupolosamente sia sulla personalità dell'imprenditore che sulle caratteristiche del progetto da finanziare, ma senza attribuirsi alcuna titolarità sui profitti dell'impresa. La sua remunerazione deve coincidere soltanto con gli interessi sul prestito. Inoltre, il banchiere deve essere del tutto indipendente rispetto alle imprese che finanzia e rispetto al potere politico. (si confronti Schumpeter (1939), pp. 143-147). Nella concezione di Schumpeter, la funzione sociale svolta dalle banche trova espressione anche nel fatto che, a suo giudizio, un eventuale fallimento dell'impresa non grava sull'imprenditore-innovatore, bensì sull'intera società che, attraverso, le banche, gli ha affidato una quota delle risorse produttive disponibili: “L'imprenditore non è mai colui che si assume il rischio. È il creditore colui che subisce i danni se la cosa fallisce. [...] anche se l'imprenditore finanzia se stesso con profitti imprenditoriali precedenti

Nell'ambito di un approccio Keynes-Schumpeter, il mercato del credito bancario costituisce dunque l'architrave di un sistema economico instabile e in continua evoluzione, in cui non esistono meccanismi che garantiscano a priori la piena occupazione, e in cui il livello, la composizione e la distribuzione del reddito dipendono dalle decisioni degli imprenditori che pianificano nuovi investimenti e dalle decisioni delle banche che selezionano le imprese e i progetti di investimento da finanziare.

Possiamo infine osservare che, arricchendo di significato il 'principio' della domanda effettiva illustrato da Keynes attraverso la sequenza $M - C - M'$, la teoria dello sviluppo economico di Schumpeter può, a sua volta, incorporare una teoria della crisi che descrive meglio del concetto di 'creazione distruttrice', saldamente ancorato all'idea che il ciclo economico avviato dalla introduzione delle innovazioni si debba chiudere con l'inevitabile ritorno all'equilibrio di piena occupazione, l'intrinseca fragilità delle economie capitaliste.

4. Un semplice modello macroeconomico Keynes-Schumpeter

La natura monetaria del principio della domanda effettiva può essere illustrato attraverso un semplice modello lineare. A tal fine adottiamo le seguenti ipotesi:

- la forza lavoro complessiva è composta da 1.400 lavoratori;
- i lavoratori spendono interamente il loro salario per l'acquisto di grano;
- il salario monetario (w) è uguale a 5 unità di moneta, mentre il prezzo di un quintale di grano (P) è pari a 1 unità di moneta;
- la produttività di ciascun lavoratore impiegato nella produzione di grano è costante ed equivale a 10 quintali di grano;
- gli investimenti, intesi in senso lato come processi produttivi diretti alla realizzazione di innovazioni (di prodotto) schumpeteriane, richiedono soltanto l'impiego di lavoro. Pertanto, il valore degli investimenti corrisponde ai salari corrisposti ai lavoratori impiegati per la realizzazione delle innovazioni. Per esempio, i salari versati ai lavoratori occupati ai fini della costruzione di una ferrovia.

Stiamo dunque prendendo in considerazione due distinti gruppi di lavoratori: i lavoratori agricoli impiegati nella produzione di beni-salario e quelli invece impiegati per la realizzazione delle innovazioni. A scopo di semplicità, assumiamo inoltre che i lavoratori utilizzino tutto il salario percepito dalle imprese agricole e dalle imprese innovative per l'acquisto dei beni-salario, mentre né gli imprenditori agricoli né gli

[...] il rischio lo riguarda come capitalista [...] ma non come imprenditore. L'assunzione del rischio non è in nessun caso un elemento della funzione dell'imprenditore." (Schumpeter (1912) [1977, p. 178)

imprenditori-innovatori domandano grano e altri beni-salario. La domanda di grano è quindi data dal monte salari complessivo corrisposto ai due gruppi di lavoratori. Poiché soltanto i lavoratori agricoli producono grano, la condizione necessaria affinché possa essere soddisfatta l'intera domanda di grano è che la produttività dei lavoratori agricoli sia tale da consentire la produzione di una quantità di grano corrispondente non soltanto ai loro salari, ma anche a quelli percepiti dai lavoratori impiegati nella costruzione della ferrovia. Tuttavia, per quanto necessaria, questa condizione non è anche sufficiente. In effetti, poiché gli imprenditori-innovatori non producono grano, essi non sono in grado di stipulare contratti di credito che li impegnino a rimborsare il grano ottenuto in prestito dagli imprenditori agricoli in termini reali, ovvero in termini di quantità di grano.

Di conseguenza, i contratti di credito devono essere conclusi in termini monetari. In questo caso, gli imprenditori innovatori si obbligano a rimborsare una certa quantità di moneta ai soggetti, le banche, deputati a concedere prestiti attraverso la creazione di nuova moneta. La moneta ottenuta dalle banche verrà utilizzata dagli imprenditori-innovatori per pagare gli stipendi ai lavoratori occupati per la realizzazione della ferrovia, i quali spenderanno tutto il loro salario per l'acquisto di grano. Senza le banche e la creazione di moneta di origine creditizia, nessuna decisione di investimento potrebbe essere realizzata. Identifichiamo il reddito con Y . Poiché il prezzo di un quintale di grano è uguale a una unità di moneta, Y identifica il valore del reddito in termini reali (cioè di quintali di grano) o in termini di unità monetarie. Astraendo dal settore pubblico e dagli scambi con l'estero, Y è dato dalla somma dei consumi privati e degli investimenti:

$$1) Y = C + I.$$

Il flusso di investimenti, che corrisponde ai salari pagati ai lavoratori occupati per la realizzazione delle innovazioni, dipende da due fattori. In primo luogo, dalla presenza di imprenditori-innovatori che pianificano gli investimenti in base ai loro slanci vitali (*animal spirits*) (AS) e dal livello del tasso di interesse fissato dalle banche (r^*). I_d indica il flusso complessivo di investimenti pianificati dagli imprenditori-innovatori. Pertanto:

$$2) I_d = f(AS, r^*).$$

Il secondo fattore che determina il flusso degli investimenti è costituito dalle scelte compiute dal settore bancario. Come sottolineato da Schumpeter, gli imprenditori-innovatori possono realizzare i loro progetti di investimento solo se ottengono un finanziamento dalle banche. Tuttavia, dopo aver fissato il livello del tasso di interesse (r^*), le banche non soddisfano automaticamente tutte le richieste di prestito che le vengono rivolte dagli imprenditori, ma solo ed esclusivamente

quelle giudicate meritevoli di credito. Se il flusso di crediti originati dalle scelte delle banche è pari a L^* , otteniamo:

$$3) I = L^* \leq I_d.$$

L'equazione 3) mostra che, generalmente, il livello degli investimenti consentiti dai finanziamenti erogati dalle banche è inferiore a quello desiderato dalle imprese. In altre parole, in una economia monetaria le banche razionano il credito. I consumi (C) corrispondono al valore monetario del grano consumato dai lavoratori impiegati nel settore agricolo. Pertanto, i consumi (C) sono uguali ai salari monetari (w) moltiplicati per il numero di lavoratori impiegati nel settore agricolo che, come mostra l'equazione 4) corrispondono al rapporto tra la produzione di grano complessiva (Y) e la produttività del singolo lavoratore agricolo (A):

$$4) N_{ag} = \frac{Y}{A}.^{114}$$

I consumi sono quindi definiti dall'equazione 5:

$$5) C = wN_{ag} = \left(\frac{w}{A}\right)Y.$$

Dal momento che la condizione richiesta per la realizzazione degli investimenti è che la produttività dei lavoratori impiegati nel settore agricolo (A) deve essere maggiore del salario monetario (w), ovvero maggiore della quantità di grano consumata da ciascun lavoratore agricolo, il valore del rapporto w/A è inferiore all'unità. Sostituendo le equazioni 3) e 5) nell'equazione 1) otteniamo:

$$6) Y = \frac{1}{\left(1 - \frac{w}{A}\right)} L^*.$$

Il livello del reddito è un multiplo del valore degli investimenti-innovazioni determinato dalle decisioni del settore bancario. Di conseguenza, il livello del reddito dipende dal valore del flusso di investimenti e dal valore del moltiplicatore, che, a sua volta, dipende dal valore del rapporto w/A . Quanto più alto il valore di questo rapporto, tanto maggiore il valore del moltiplicatore. Dividendo entrambi i lati dell'equazione 6) per il livello dei salari monetari (w), possiamo scrivere:

¹¹⁴ Come abbiamo sottolineato nel paragrafo precedente, in realtà, anche le decisioni degli imprenditori agricoli vengono adottate in condizioni di incertezza. In effetti, le loro decisioni riguardanti l'impiego dei lavoratori destinati a produrre il grano si basano sulle loro aspettative sul numero di lavoratori che verranno impiegati per realizzare gli investimenti-innovazioni. L'equazione 4), che specifica N_{ag} , dovrebbe quindi includere il livello del reddito *atteso* dagli imprenditori agricoli (Y^e), piuttosto che il livello del reddito corrente (Y). A scopo di semplicità, il modello è stato tuttavia costruito assumendo che $Y^e = Y$.

$$7) \frac{Y}{w} = \frac{1}{\left(1 - \frac{w}{A}\right)} \frac{L^*}{w}.$$

Il rapporto L^*/w identifica il numero di lavoratori impiegati dagli imprenditori-innovatori (N_i), mentre il rapporto Y/w rappresenta il numero totale di lavoratori occupati (N).¹¹⁵ L'occupazione complessiva è pari a un multiplo dei lavoratori impiegati per la realizzazione delle innovazioni. Se w è pari a 5 quintali di grano, e A è uguale a 10 quintali di grano, il valore del rapporto w/A è pari a 0,5, il che significa che ogni lavoratore agricolo consuma la metà del grano prodotto grazie al proprio lavoro. Ogni lavoratore impiegato nel settore agricolo pertanto produce un surplus uguale al suo salario e al salario percepito di un lavoratore occupato per la costruzione della ferrovia. In questo caso, il valore del moltiplicatore è uguale a 2, e il numero totale di lavoratori occupati (N) corrisponde a due volte il numero di lavoratori impiegati ai fini della realizzazione delle innovazioni. Per raggiungere una situazione di piena occupazione (1.400 lavoratori), è quindi necessario realizzare un flusso di investimenti tale che vengano occupati 700 lavoratori. In mancanza di questi investimenti, la condizione di piena occupazione non verrebbe raggiunta.

In una economia monetaria non esistono meccanismi in grado di garantire la realizzazione di un volume di investimenti sufficiente al raggiungimento dell'equilibrio di piena occupazione. In particolare, questo risultato non può essere raggiunto attraverso la flessibilità del tasso di interesse. Infatti, nemmeno un tasso di interesse uguale a zero può essere sufficiente a indurre gli imprenditori-innovatori a dare avvio a nuovi progetti di investimento. Inoltre, le banche potrebbero non essere disposte a finanziare un flusso di investimenti compatibile con la piena occupazione, perché le loro valutazioni sulla qualità dei progetti di investimento innovativi possono essere profondamente diverse da quelle dell'imprenditore-innovatore. Per esempio, potrebbero considerare l'imprenditore che vuole dare avvio alla costruzione di una ferrovia soltanto come un soggetto eccentrico il cui progetto di investimento non ha alcuna possibilità di successo.

Dalle relazioni mostrate sopra, si evince che il volume di investimenti necessario al raggiungimento della piena occupazione dipende dal rapporto w/A . Un aumento di tale rapporto dovuto, per esempio, a un incremento dei salari monetari implica un aumento del valore del moltiplicatore. Se w cresce da 5 a 8, il valore del moltiplicatore aumenta da 2 a 5. Pertanto, l'impiego di un nuovo lavoratore per la costruzione della ferrovia determina un aumento complessivo dell'occupazione pari a 5 lavoratori. A livello aggregato, la piena occupazione può essere raggiunta, se la realizzazione dei nuovi progetti di investimento implica l'impiego di 280 lavoratori.

¹¹⁵ Dato che $Y = C + I$, $C = wN_{ag}$ e $I = L^* = wN_i$, otteniamo $Y = w(N_{ag} + N_i)$ e $Y/w = N$.

Le relazioni di questo modello mettono in evidenza il ruolo fondamentale svolto dalla moneta, che non rappresenta semplicemente un intermediario degli scambi, ma l'elemento che dà forma alle caratteristiche strutturali del sistema economico. I concetti di reddito, investimento, consumo, risparmio e profitto possono essere definiti solo con riferimento a valori monetari. Le banche acconsentono alla realizzazione degli investimenti-innovazioni attraverso la creazione di nuova moneta creditizia. Gli investimenti poi generano un flusso equivalente di profitti e di risparmi. Si supponga, per esempio, che il valore del moltiplicatore sia pari a 2, e che gli imprenditori-innovatori siano disposti a dare corso a progetti di investimento che implicano l'occupazione di 700 lavoratori. Poiché il salario monetario è uguale a 5 unità di moneta, essi avranno bisogno di un prestito pari a 3.500 unità di moneta. Se le banche erogano i finanziamenti corrispondenti, verranno impiegati 700 nuovi lavoratori per la realizzazione delle innovazioni (per esempio, la costruzione di una ferrovia). Questi lavoratori useranno i loro salari per acquistare grano. Per soddisfare questa domanda di grano, gli imprenditori agricoli dovranno impiegare 700 lavoratori che produrranno una quantità complessiva di 7.000 quintali di grano. La vendita dei 7.000 quintali di grano genererà ricavi uguali a 7.000 unità di moneta, mentre i costi di produzione complessivi ammontano a 3.500 unità di moneta, corrispondenti ai salari totali pagati ai lavoratori impiegati nel settore agricolo. Gli imprenditori agricoli riusciranno quindi a realizzare un profitto di 3.500 unità di moneta, che è uguale ai risparmi e agli investimenti resi possibili dall'impiego di 700 lavoratori.

Il livello dell'occupazione dunque non dipende dalla decisione dei risparmiatori di accumulare moneta, ma dal volume di investimenti e dal valore del rapporto w/A . Questo rapporto può essere paragonato alla propensione marginale al consumo definita da Keynes. Quando il valore del rapporto w/A è minore di 1, ogni lavoratore impiegato nel settore agricolo genera un incremento di reddito maggiore del suo consumo di grano. A questo proposito, Keynes ha spiegato che:

Quando l'occupazione aumenta, aumenta il reddito reale complessivo. La psicologia della collettività è tale che quando aumenta il reddito reale complessivo, aumenta il consumo complessivo, ma non tanto quanto il reddito. [...] Per mantenere un dato volume di occupazione, occorre quindi che sia realizzato un volume di investimento corrente, sufficiente ad assorbire l'eccedenza della produzione totale sull'importo che la collettività decide di consumare quando l'occupazione è al livello dato.¹¹⁶

¹¹⁶ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 211.

4.1. Le funzioni di offerta e di domanda aggregata di Keynes

L'esempio descritto nel paragrafo precedente consente di derivare le funzioni di offerta e di domanda aggregata descritte da Keynes nel Capitolo 3 della *Teoria generale*. Come abbiamo visto nel Capitolo 8, Keynes usa il simbolo Z per indicare la funzione di offerta aggregata, che corrisponde al “prezzo complessivo di offerta della quantità di prodotto derivante dall'occupazione di N lavoratori.”¹¹⁷ Nel nostro esempio la funzione di offerta aggregata corrisponde al valore monetario del grano prodotto dai lavoratori impiegati nel settore agricolo. In particolare, abbiamo ipotizzato che, dati:

- un salario nominale uguale a 5 unità di moneta che consente di acquistare 5 quintali di grano,
- una produttività dei lavoratori agricoli pari ad A (10 quintali di grano), e
- una forza lavoro composta da 1.400 lavoratori,

il massimo numero di lavoratori che può essere occupato nel settore agricolo è pari a 700. Se tutti i 1.400 lavoratori vengono impiegati e spendono i loro salari per l'acquisto di grano, la domanda complessiva di grano sarà uguale a 7.000 quintali di grano. Possiamo quindi scrivere l'equazione 8), che rappresenta la funzione di offerta aggregata, nel modo seguente:

$$8) Z = AN_{ag}, N_{ag} \leq 700.$$

La funzione di offerta aggregata è rappresentata nella figura 52, che mostra il numero di lavoratori agricoli (N_{ag}) sull'asse delle ascisse e il valore monetario della produzione di grano (Y) sull'asse delle ordinate. Poiché il prezzo di un quintale di grano è pari a 1, il valore della produzione complessiva equivale ai quintali di grano prodotti dagli imprenditori agricoli.

La funzione di domanda aggregata, che Keynes indica con il simbolo D , corrisponde al “ricavo che gli imprenditori prevedono di conseguire mediante l'occupazione di N lavoratori.”¹¹⁸ Come sappiamo, Keynes distingue due componenti della domanda aggregata, ovvero “la spesa prevedibile D_1 della collettività in consumi e il prevedibile ammontare D_2 che essa destinerà a nuovi investimenti.”¹¹⁹ Nel nostro esempio, i consumi (D_1) sono uguali al valore monetario del grano acquistato dai lavoratori impiegati nel settore agricolo. I consumi sono descritti dall'equazione 9):

$$9) D_1 = wN_{ag}, N_{ag} \leq 700.$$

¹¹⁷ *Ibidem*, p. 209.

¹¹⁸ *Ibidem*.

¹¹⁹ *Ibidem*, p. 213.

Come si può notare dalla figura 1, poiché $w < A$, la curva Z ha una inclinazione maggiore della curva D_1 . Per ogni dato valore di N_{ag} , la distanza tra le due curve rappresenta la differenza tra il valore monetario della produzione di grano e il valore monetario del grano consumato dai lavoratori agricoli.

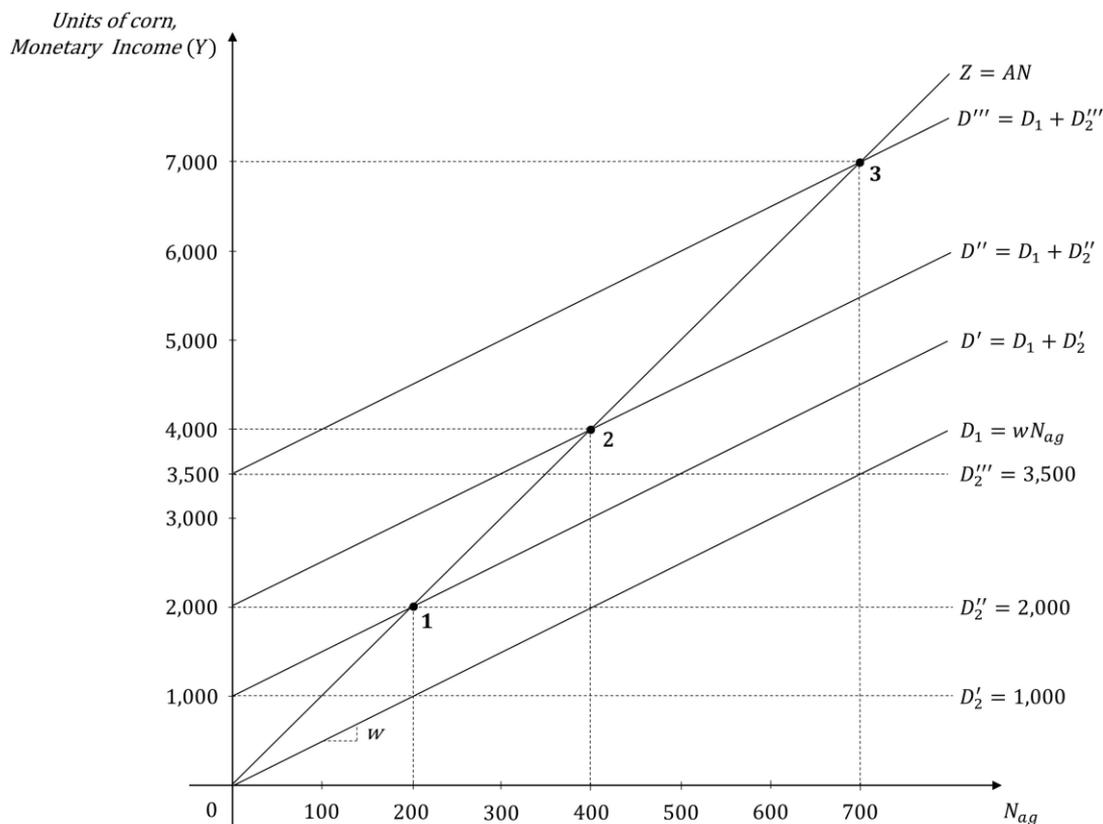


Figura 52 – La derivazione delle funzioni di offerta e di domanda aggregata di Keynes (Capitolo 3 della *Teoria generale*)

La condizione necessaria per l'occupazione di un numero di lavoratori agricoli uguale a N_{ag} è data dalla realizzazione di un volume di investimenti corrispondente a D_2 , che consenta di colmare la differenza tra l'offerta aggregata (Z) e i consumi (D_1):

Quando l'occupazione aumenta, D_1 aumenterà, ma non tanto quanto D ; poiché quando il nostro reddito aumenta, aumenta anche il nostro consumo, ma in misura inferiore. La chiave del nostro problema pratico risiede in questa legge psicologica; poiché da essa deriva che quanto maggiore è il volume dell'occupazione, tanto maggiore sarà il divario fra il prezzo complessivo di offerta (Z) della produzione corrispondente e la somma (D_1) che gli imprenditori possono prevedere di ricavare dalla spesa dei consumatori. Quindi, se la propensione al consumo rimane invariata, l'occupazione non può

crescere se nello stesso tempo D_2 non aumenta in misura tale da colmare il divario crescente tra Z e D_1 .¹²⁰

Il volume degli investimenti (D_2) non dipende da N_{ag} , ma come abbiamo visto in precedenza, dalla presenza di un adeguato numero di imprenditori spinti a investire dai loro slanci vitali (*animal spirits*) e dalla disponibilità delle banche a finanziare le loro decisioni di investimento. D_2 corrisponde al volume di investimenti finanziati dalle banche (si confronti l'equazione 3). Il loro valore è definito dalla equazione 10) ed è rappresentato nella figura 1 da una retta parallela all'asse delle ascisse:

$$10) D_2 = L^* \leq I_d.$$

L'equazione 11), invece definisce la domanda aggregata:

$$11) D = D_1 + D_2 = wN_{ag} + L^*.$$

Il punto di intersezione tra la curva di offerta aggregata e la curva di domanda aggregata determina il livello complessivo dell'occupazione. Per esempio, se venissero impiegati 200 lavoratori per la costruzione della ferrovia, verrebbe generato un flusso di investimenti uguale a 1.000 unità di moneta e una corrispondente domanda di grano pari a 1.000 quintali. Questa domanda di grano spinge gli imprenditori agricoli a impiegare un numero di lavoratori tale da poter soddisfare anche la domanda di grano espressa dai lavoratori impiegati nel settore agricolo. Il numero di lavoratori impiegati nel settore agricolo quindi dipende dal livello dei salari nominali (w) e dalla loro produttività che, come sappiamo, è pari ad A . Nel nostro esempio, i salari nominali corrispondono a 5 unità di grano, mentre la produttività di ogni lavoratore agricolo è uguale a 10 quintali di grano. Ciò significa, che ciascun lavoratore agricolo è in grado di produrre una quantità di grano che è uguale ai salari pagati a due lavoratori. In altre parole, se confrontato con il suo livello di consumi, l'eccesso di grano prodotto da ogni lavoratore agricolo (N_{ag}) corrisponde al salario di un altro lavoratore. Pertanto, per ogni lavoratore occupato ai fini della costruzione della ferrovia verrà impiegato un lavoratore aggiuntivo per la produzione di grano. Se la costruzione della ferrovia implica l'occupazione di 200 lavoratori, ovvero un investimento di 1.000 unità di moneta (D'_2), allora la curva di domanda aggregata assume la seguente forma:

$$12) D' = D_1 + D'_2 = wN_{ag} + L^* = 5N_{ag} + 1.000.$$

La condizione di equilibrio richiede che:

$$13) D' = Z = AN_{ag} = 10N_{ag}.$$

Risolvendo l'equazione, otteniamo:

¹²⁰ *Ibidem*, p. 214.

$$14) 1.000 + 5N_{ag} = 10N_{ag} .$$

Il numero dei lavoratori che verranno impiegati nel settore agricolo sarà quindi pari a:

$$15) \frac{1.000}{5} = 200 .$$

Nella figura 1, questo numero è associato al punto 1. Come si può notare, sono stati occupati 200 lavoratori per la produzione di grano e altri 200 lavoratori per la costruzione della ferrovia. Il numero complessivo di lavoratori occupati quindi ammonta a 400, mentre il livello del reddito è pari a $Y = AN_{ag} = 10 \cdot 200 = 2.000$. Se gli investimenti fossero uguali a 2.000 unità di moneta, il numero di lavoratori impiegato nella costruzione della ferrovia salirebbe a 400, N_{ag} sarebbe uguale a 400, e il numero complessivo di lavoratori occupati sarebbe invece pari a 800 (punto 2 nella figura 1). La piena occupazione verrà raggiunta solo nel caso in cui gli investimenti dovessero raggiungere un valore di 3.500 unità di moneta. In tal caso, infatti, il numero di lavoratori impiegati per la costruzione della ferrovia arriverebbe a 700, con N_{ag} uguale a 700, e un numero complessivo di lavoratori occupati pari a 1.400 (punto 3 nella figura 1).

5. Risparmio, ricchezza e speculazione: il modello Keynes-Schumpeter nel lungo periodo

5.1. La relazione tra decisioni di risparmio e ricchezza

Il modello macroeconomico presentato nei paragrafi precedenti fa riferimento a un singolo periodo temporale. Tuttavia, è possibile specificare le caratteristiche del processo di sviluppo di una economia monetaria prendendo in considerazione una successione di periodi. I legami tra periodi temporali diversi sono definiti da due elementi:

- (i) le innovazioni che modificano continuamente la struttura dei consumi delle famiglie, e
- (ii) le relazioni di debito e di credito tra gli imprenditori e le banche.

Hyman Minsky ha sottolineato che tali relazioni evidenziano il significato assunto dai concetti di passato, presente e futuro all'interno di una economia monetaria:

La nostra economia ha un passato, che è presente oggi negli impegni di pagamento in scadenza, e un futuro, che è presente oggi nei debiti che vengono creati.¹²¹

¹²¹ Minsky (1982) [1984], p. 39.

A giudizio di Minsky, sono proprio queste relazioni che sono alla radice della fragilità dei sistemi economici. Il processo di sviluppo alimentato dalla introduzione delle innovazioni schumpeteriane può essere interrotto da una deficienza di domanda aggregata, da una crisi provocata dall'insolvenza dell'imprenditore-innovatore o, infine, dallo scoppio di una bolla speculativa.

La possibilità che si sviluppi una bolla speculativa implica il riconoscimento che le economie capitaliste sono caratterizzate dalla presenza di mercati speculativi. Nella *Teoria generale*, Keynes ha sottolineato che per giustificare l'esistenza di mercati speculativi è necessario introdurre il concetto di ricchezza e specificare la relazione tra le decisioni di risparmio e la ricchezza.

A questo proposito, possiamo riprendere l'esempio della costruzione della ferrovia, e considerare il periodo successivo a quello in cui è stata completata la linea ferroviaria. Poiché la ferrovia è ormai stata completata, nel secondo periodo non è più necessario impiegare 700 lavoratori per la realizzazione di binari, vagoni e locomotive. Invece, verranno assunti soltanto 100 lavoratori, un numero più che sufficiente per organizzare e gestire la linea ferroviaria. Naturalmente, l'imprenditore che ha investito nella costruzione della ferrovia riuscirà a ricavare un profitto e potrà ripagare i suoi debiti soltanto a condizione di essere in grado di vendere un numero sufficiente di biglietti ferroviari. Pertanto, dobbiamo definire le condizioni che consentono all'imprenditore-innovatore di vendere i biglietti del treno. Possiamo fare diverse ipotesi. Per esempio, si può ipotizzare che i lavoratori siano in grado di acquistare i biglietti del treno, e che questi ultimi, al pari del grano entrino nel paniere dei beni-salario. Ciò sarà possibile, se il salario corrisposto ai lavoratori sale da 5 a 6 unità di moneta. In tal caso, infatti, ogni lavoratore potrà acquistare non soltanto 5 quintali di grano, ma anche un numero di biglietti del treno dal valore corrispondente a una unità di moneta.

Sotto l'ipotesi che la forza lavoro disponibile sia sempre composta da 1.400 lavoratori, se tutti i lavoratori venissero impiegati ricevendo un salario pari a 6 unità di moneta, l'imprenditore che ha completato la costruzione della ferrovia realizzerebbe ricavi monetari pari a 1.400 unità di moneta. Poiché il costo per l'impiego di 100 lavoratori deputati alla gestione della linea ferroviaria corrisponde a 600 unità di moneta, l'imprenditore-innovatore otterrebbe un profitto di 800 unità di moneta, che gli consentirebbe di rientrare da una parte del suo debito con le banche.

Come abbiamo visto in precedenza, la condizione necessaria per raggiungere l'equilibrio di piena occupazione è che venga realizzato un volume di investimenti-innovazioni che richiede l'occupazione di tutti i lavoratori che non sono impiegati

nella produzione di grano¹²² o nella gestione della linea ferroviaria. Pertanto, sono necessarie innovazioni che consentano l'impiego di 600 lavoratori ($1.400 - 700 - 100$). Ciò sarà possibile soltanto se esistono un numero adeguato di imprenditori-innovatori mossi dall'idea di produrre nuovi beni e un sistema bancario disposto a finanziare i loro progetti di investimento. Immaginiamo, per esempio, che durante il secondo periodo un nuovo imprenditore-innovatore progetti la realizzazione di una linea telefonica, e che, a tal fine, egli abbia bisogno di impiegare 600 lavoratori. Se la banche approvano il suo progetto di investimento-innovazione, l'imprenditore otterrà un prestito pari a 3.600 unità di moneta.

In questo caso, anche nel secondo periodo tutti i 1.400 lavoratori disponibili verranno occupati. Essi riceveranno salari complessivi uguali a 8.400 ($1.400 \cdot 6$) unità di moneta, che verranno spese per l'acquisto di 7.000 quintali di grano, corrispondenti a 7.000 unità di moneta ($1.400 \cdot 5$), e biglietti del treno invece corrispondenti a 1.400 ($1.400 \cdot 1$) unità di moneta. Nel secondo periodo, il reddito prodotto nella nostra economia immaginaria sarà allora uguale a 8.400 unità di moneta, corrispondenti al valore complessivo di tutti i beni-salario venduti ai lavoratori. Il reddito prodotto può essere suddiviso tra consumi (C) e investimenti (I). I consumi corrispondono ai salari percepiti dai lavoratori agricoli ($700 \cdot 6 = 4.200$), e ai salari pagati ai lavoratori coinvolti nella gestione della linea ferroviaria ($100 \cdot 6 = 600$). Pertanto, i consumi aggregati ammontano a 4.800 unità di moneta. Gli investimenti, invece, sono uguali ai salari versati ai lavoratori occupati per la realizzazione della linea telefonica. Essi, quindi, sono pari a 3.600 unità di moneta ($600 \cdot 6$). Complessivamente, otteniamo:

$$8bis) Y(8.400) = C(4.800) + I(3.600).$$

Al volume degli investimenti corrisponde un uguale flusso di risparmi ($S = Y - C$). Poiché abbiamo assunto che i lavoratori non risparmiano, ma spendono tutto il loro salario per l'acquisto di beni, i risparmi sono realizzati interamente dagli imprenditori. Dal momento che, in base alle ipotesi iniziali, gli imprenditori non consumano, i loro risparmi corrispondono al flusso dei profitti. Nel nostro esempio, i profitti degli imprenditori agricoli sono uguali alla differenza tra i loro redditi (7.000 unità di moneta) e i costi sostenuti per pagare i salari di 700 lavoratori agricoli ($700 \cdot 6 = 4.200$ unità di moneta). I profitti degli imprenditori agricoli quindi ammontano a 2.800 unità di moneta, mentre i profitti dell'imprenditore che ha realizzato la ferrovia sono uguali a 800 unità di moneta, derivanti dalla differenza tra i ricavi ottenuti dalla vendita dei biglietti ferroviari (1.400 unità di moneta) e i costi corrispondenti all'impiego dei 100 lavoratori che gestiscono la linea ferroviaria (600

¹²² Poiché la produttività di un lavoratore agricolo è pari ad A (10 quintali di grano), e poiché ogni lavoratore occupato consuma 5 quintali di grano, la quantità complessiva di grano per soddisfare la domanda di 1.400 lavoratori richiede l'assunzione di 700 lavoratori agricoli.

unità di moneta). Complessivamente, i profitti sono quindi uguali a 3.600 unità di moneta, una somma corrispondente al valore dei risparmi e degli investimenti (Minsky 1982, 1986a).

L'esame di quanto avviene nel secondo periodo consente di descrivere il processo di accumulazione di ricchezza e la relazione tra i risparmi e le decisioni di portafoglio degli agenti economici. Il flusso di risparmi del secondo periodo (3.600 unità di moneta) si aggiunge infatti ai risparmi del primo periodo (3.500 unità di moneta). Alla fine del secondo periodo, la ricchezza totale sarà quindi pari a 7.100 unità di moneta, corrispondenti alla somma tra il valore della ferrovia costruita nel primo periodo (3.500 unità di moneta) e il valore della linea telefonica realizzata nel secondo periodo (3.600 unità di moneta). In altre parole, la ricchezza complessiva deriva dai debiti contratti dagli imprenditori-innovatori, ovvero dai loro debiti con il sistema bancario e dalle azioni emesse per la realizzazione delle innovazioni.

Immaginiamo, ora, che l'imprenditore che ha costruito la ferrovia nel primo periodo e che ha realizzato profitti pari a 800 unità di moneta durante il secondo periodo decida di utilizzare i suoi profitti per rimborsare una parte del prestito ottenuto dalle banche. In questo caso, la sua ricchezza sarà data dalla differenza tra il valore della ferrovia, che assumiamo sia pari ai costi di produzione corrispondenti ai salari pagati ai lavoratori impiegati nella realizzazione della ferrovia durante il primo periodo (3.500 unità di moneta), e il debito residuo con le banche (2.700 unità di moneta). In sostanza, assumiamo che la ricchezza dell'imprenditore che è proprietario della linea ferroviaria sia data dal valore netto della ferrovia. Al termine del secondo periodo, la ricchezza degli imprenditori agricoli sarà invece uguale a 6.300 unità di moneta (3.600 + 2.700), corrispondenti alla quantità di moneta di origine creditizia creata per finanziare la costruzione della ferrovia (2.700 unità di moneta date dalla differenza tra il valore iniziale del prestito (3.500) e i profitti (800) utilizzati per rimborsare una quota del debito contratto con le banche), e a quella creata per finanziare la realizzazione della linea telefonica (3.600 unità di moneta).

Questo semplice esempio mostra che il processo di accumulazione della ricchezza procede nel tempo. Il flusso di risparmi ottenuto di periodo in periodo, che equivale al valore delle innovazioni di nuova realizzazione, si aggiunge allo stock di ricchezza accumulato sino alla fine del periodo precedente. Questa relazione tra risparmi e ricchezza riveste una importanza centrale nell'analisi condotta da Keynes nella *Teoria generale*:

Un atto di risparmio individuale significa, per così dire, una decisione di saltare il pranzo oggi; ma *non* richiede necessariamente una decisione di pranzare o di comperare un paio di scarpe fra una settimana o fra un mese, o di consumare qualsiasi bene determinato a qualsiasi data determinata. [...] l'atto di risparmio

implica un desiderio di «ricchezza» come tale, ossia di una capacità di consumare beni non specificati a date non specificate.¹²³

Come abbiamo visto in precedenza, in una economia monetaria (o capitalista) i tratti caratteristici degli investimenti cambiano profondamente rispetto a quelli intrapresi in una economia-grano o in una economia di baratto arcaica. Quest'ultima citazione di Keynes infatti evidenzia che nelle moderne economie monetarie anche le decisioni di risparmio sono di natura molto diversa rispetto a quella definita dalla tradizione neoclassica o dalla scuola 'austriaca'. Mentre gli economisti di ispirazione neoclassica e quelli che aderiscono alla scuola 'austriaca' pongono l'accento sulla relazione causale che lega i risparmi agli investimenti, nella *Teoria generale* Keynes descrive il comportamento di individui che desiderano accumulare una quantità illimitata di potere d'acquisto da poter essere speso in un qualunque istante futuro per qualunque bene desiderato, evidenziando così la rilevanza della relazione che lega le decisioni di risparmio al processo di accumulazione di ricchezza e al fenomeno della speculazione.

In una economia-grano, o in una 'economia del villaggio' descritta dal modello di equilibrio economico generale di Walras, caratterizzata da Keynes attraverso la sequenza $C - M - C'$, si producono soltanto pochi beni destinati alla soddisfazione di bisogni essenziali. Ogni individuo, quindi, produce i beni che consuma direttamente o che scambia con altri piccoli produttori per entrare in possesso di altri beni destinati a soddisfare i suoi bisogni primari. In una economia di questo tipo vale il principio di sazietà dei bisogni. Di conseguenza, la relazione tra ricchezza e risparmio definita da Keynes nella *Teoria generale* non ha molto senso. Infatti, non è realistico immaginare che un agricoltore desideri accumulare una quantità infinita di grano o che un artigiano voglia disporre di una quantità infinita di tavoli. In altre parole, in una economia agricola o artigiana primitiva, esiste un limite fisiologico al desiderio di accumulare i pochi beni essenziali prodotti. La relazione tra risparmio e ricchezza quindi assume rilevanza soltanto nell'ambito di un sistema economico in cui vale il principio di insaziabilità dei bisogni, in un sistema, cioè, in cui le risorse di cui dispongono gli agenti economici sono scarse in rapporto al numero infinito di bisogni percepiti.

Il passaggio da una economia caratterizzata dalla presenza di soggetti che hanno un insieme di bisogni finiti a una economia in cui gli agenti economici hanno invece bisogni infiniti può essere spiegato attraverso il concetto di *sviluppo* adottato da Schumpeter, ovvero attraverso il processo di cambiamento che caratterizza una economia capitalista contraddistinta dalla incessante introduzione di innovazioni e, in particolare, dalla continua introduzione di nuovi beni e servizi. L'introduzione di

¹²³ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], pp. 400-401.

nuovi beni e servizi modifica la struttura dei bisogni delle famiglie, spingendole ad accumulare una quantità illimitata di potere d'acquisto, perché non conoscono né la quantità né la qualità dei beni che vorranno acquistare in futuro.¹²⁴

5.2. *Speculazione e crisi*

Le lezioni di Keynes e Schumpeter mettono a nudo l'intrinseca fragilità delle economie capitaliste, perché il processo di sviluppo basato sull'incessante introduzione di innovazioni può essere interrotto da crisi originate dalle stesse relazioni finanziarie che hanno consentito la realizzazione dei progetti di investimento innovativi.

Possiamo distinguere tra tre tipi diversi di crisi economiche. Il primo tipo di crisi è causato da una carenza di domanda aggregata. In precedenza abbiamo infatti visto che una economia capitalista è intimamente caratterizzata dal principio della domanda effettiva sviluppato da Keynes nella *Teoria generale*. Una crisi può quindi scoppiare perché il flusso degli investimenti-innovazioni non è sufficiente per garantire il raggiungimento dell'equilibrio di piena occupazione. Ciò può dipendere dalla mancanza di spirito imprenditoriale, ovvero dalla mancanza di un numero sufficiente di imprenditori motivati dai loro slanci vitali (*animal spirits*) a intraprendere progetti di investimento innovativi. Oppure dalla riluttanza delle banche di finanziare gli imprenditori-innovatori.

Il secondo tipo di crisi che può colpire una economia monetaria di produzione o una economia capitalista è provocato dal fallimento dell'imprenditore-innovatore. In effetti, le innovazioni, e in particolare l'introduzione di nuovi beni o servizi, possono anche concludersi con un insuccesso. In tal caso, l'imprenditore-innovatore non è in grado di rimborsare i suoi debiti e il valore dei crediti vantati dal sistema bancario si riduce a zero. Questo provoca delle conseguenze negative sulla propensione a investire in nuovi progetti innovativi dell'imprenditore-innovatore e sulla disponibilità delle banche a finanziare le innovazioni.

Infine, le crisi possono essere legate al fenomeno della speculazione. La presenza della speculazione può essere spiegata prendendo in considerazione il processo di accumulazione di ricchezza che caratterizza una economia capitalista. L'accumulazione di ricchezza infatti giustifica la presenza di mercati speculativi caratterizzati dal continuo scambio di strumenti finanziari rappresentativi dei debiti

¹²⁴ Nel nostro esempio, gli individui che risparmiano e accumulano ricchezza non sono i lavoratori, ma gli imprenditori. Per giustificare il desiderio degli imprenditori di accumulare una quantità infinita di ricchezza e di potere d'acquisto, è necessario espandere il nostro modello per tenere conto non solo della realizzazione di nuovi beni-salario, ma anche della realizzazione di innovazioni che implicano la produzione di beni che possano soddisfare i gusti e le preferenze dei possessori di ricchezza, come, per esempio case situate in aree residenziali esclusive, gioielli, ristoranti di lusso, abiti d'alta moda e così via.

degli imprenditori-innovatori o delle azioni emesse per finanziare la realizzazione dei progetti di investimento. Come ha sottolineato Keynes nelle sue repliche a Ohlin e Robertson nel corso del cosiddetto dibattito sul 'finance', le innovazioni possono essere finanziate non soltanto attraverso la creazione di nuova moneta di origine creditizia, ma anche attraverso una variazione nella composizione dei portafogli dei possessori di ricchezza, ovvero attraverso il detesoreggiamento di una parte dei saldi monetari accumulati nei periodi precedenti in cambio di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni) di nuova emissione. L'esistenza di mercati finanziari sviluppati che consentono la trasformazione della ricchezza in capitale, nel senso attribuitogli da Schumpeter, è una caratteristica distintiva delle economie capitaliste. Nelle società antiche l'accumulazione e l'ostentazione della ricchezza rappresentavano esclusivamente il simbolo della posizione sociale di un individuo, ma non esisteva alcuna necessità di istituzioni che consentissero di trasformare la ricchezza in capitale. Non così nelle moderne economie monetarie. In *Lombard Street*, per esempio, Walter Bagehot sottolinea l'importanza del sistema finanziario londinese dell'epoca per il processo di industrializzazione dell'Inghilterra:

Una ben maggiore quantità di circolante esiste al di fuori delle banche in Francia e in Germania e in paesi che non possiedono un sistema bancario rispetto a quella che può essere trovata in Inghilterra o in Scozia, dove il sistema bancario è sviluppato. Ma questa moneta non è [...] ottenibile. [...] La moneta inglese è 'moneta prestabile'.¹²⁵

Tornando al nostro esempio numerico, ricordiamo che al termine del secondo periodo gli imprenditori agricoli disponevano di una ricchezza pari a 6.300 unità di moneta sotto forma di depositi bancari. Questa ricchezza può essere utilizzata per finanziare le innovazioni che, nel periodo successivo, saranno necessarie per assicurare il raggiungimento dell'equilibrio di piena occupazione. In tal caso, l'imprenditore-innovatore finanzia il suo progetto di investimento attraverso l'emissione di obbligazioni o di azioni acquistabili dai possessori di ricchezza.

¹²⁵ Citato in Bertocco (2015), p. 273. Questa relazione tra ricchezza e capitale è coerente con il concetto di liquidità specificato negli anni '50 del secolo scorso dalla Commissione Radcliffe: "Anche se noi non consideriamo l'offerta di moneta come una quantità priva di importanza, pensiamo che sia solo una parte della più ampia struttura di liquidità dell'economia. [...] È la posizione di liquidità complessiva che è rilevante per le decisioni di spesa, e il nostro interesse per l'offerta di moneta deriva dalla sua importanza nel quadro della liquidità complessiva. [...] La decisione di spesa dipende perciò dalla liquidità in senso lato, non dall'immediato accesso alla moneta. [...] La spesa non è limitata dalla quantità di moneta esistente, ma è in rapporto con la quantità di moneta che la gente ipotizza di poter avere a disposizione sia attraverso i ricavi di reddito (per esempio da una vendita) sia attraverso la disponibilità di attivi di capitale, sia ottenendo prestiti" (Rapporto Radcliffe, citato in Kaldor (1982a), p. 45). Su questi argomenti si confrontano anche la distinzione tra i concetti di offerta di moneta endogena in senso stretto e di offerta di moneta endogena in senso ampio (strutturale) illustrati nel decimo capitolo (paragrafo 2.3.1).

Questi strumenti finanziari sono oggetto di continuo scambio sui mercati finanziari. Tuttavia, come ha sottolineato Keynes nel Capitolo 12 della *Teoria generale*, questi mercati non funzionano secondo le tradizionali leggi della domanda e dell'offerta, bensì in base a meccanismi speculativi. In particolare, Keynes ha sottolineato che, nei mercati finanziari speculativi, la domanda e l'offerta di azioni o di obbligazioni dipende dalle aspettative sul valore futuro dello strumento finanziario oggetto di contrattazione, e che tali aspettative vengono formulate in condizioni di incertezza. Keynes contrappone il concetto di 'speculazione' al concetto di 'intraprendenza', applicando "il sostantivo *speculazione* all'attività di prevedere la psicologia del mercato, e il sostantivo *intraprendenza* all'attività di prevedere il rendimento prospettico dei beni capitali per tutta la durata della loro vita."¹²⁶ Per meglio comprendere la definizione di speculazione di Keynes, è utile ricordare che, nel Capitolo 12 della *Teoria generale*, egli distingue tra due categorie di speculatori. Da un lato, Keynes considera gli 'speculatori professionali', ovvero gli individui che dispongono delle informazioni e delle abilità necessarie per effettuare una valutazione adeguata della situazione corrente e dei rendimenti prospettici di una impresa. La seconda categoria di speculatori presa in considerazione da Keynes è, invece, quella costituita da "un gran numero di individui ignoranti [...] che non amministrano l'azienda in questione, né hanno alcuna cognizione speciale delle condizioni presenti e future dell'impresa medesima."¹²⁷

L'esistenza di queste due categorie di speculatori è essenziale per spiegare i motivi per i quali i prezzi degli strumenti finanziari possono raggiungere valori molto distanti da quelli coerenti con una valutazione professionale delle prospettive di redditività di una impresa. Keynes sottolinea che le scelte compiute dagli speculatori ignoranti, che sono influenzate da "fattori che in realtà non esercitano una grande influenza sul rendimento prospettico," possono prevalere su quelle degli speculatori professionali. A giudizio di Keynes, infatti, i prezzi che si formano sui mercati finanziari sono il risultato di una 'valutazione convenzionale'. Pertanto, essi sono molto instabili e possono variare in funzione degli elementi che influenzano le aspettative degli speculatori 'ignoranti', anche se non hanno alcun effetto sul rendimento futuro delle imprese.

Poiché sui mercati finanziari possono prevalere le 'valutazioni convenzionali', gli speculatori professionali possono anche decidere di non agire in base alle proprie valutazioni fondate sulla conoscenza 'informata' dei rendimenti futuri di un'impresa, ma in base alle aspettative circa il modo in cui la massa degli operatori ignoranti valuterà l'azienda. Essi, quindi, si specializzeranno nel prevedere la 'psicologia del mercato':

¹²⁶ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 345.

¹²⁷ *Ibidem*, p. 340.

Si potrebbe pensare che la concorrenza fra esperti operatori professionali, i quali possedano giudizio e cognizioni superiori a quelle medie degli investitori privati, corregga gli sbandamenti dell'individuo ignorante abbandonato a se stesso. Si verifica invece che le energie e l'abilità dell'investitore e dello speculatore professionale si esercitano principalmente in altre direzioni. Infatti la maggioranza di queste persone si occupa soprattutto non già di compiere migliori previsioni a lungo termine sul rendimento probabile di un investimento per tutta la vita, bensì di prevedere variazioni della base convenzionale di valutazione con breve anticipo rispetto al grosso pubblico. A loro non interessa ciò che un investimento vale realmente per i cosiddetti «cassettisti», ossia per coloro che lo acquistano per conservarlo; bensì il livello cui il mercato lo valuterà, sotto l'influenza della psicologia di massa, fra tre mesi o fra un anno. Né si può dire che questo comportamento sia il prodotto di una mentalità mal orientata; è il risultato inevitabile di un mercato degli investimenti organizzato secondo le linee suesposte. Sarebbe sciocco, infatti, pagare 25 per un investimento il cui reddito prospettico sia ritenuto tale da giustificare un valore di 30, se nello stesso tempo si ritiene che il mercato lo valuterà 20 tra tre mesi.¹²⁸

La scelta più facile per lo speculatore professionale è quindi quella di imitare il comportamento degli altri, ovvero quella di 'seguire il gregge', perché è peggio ottenere risultati inferiori agli altri quando gli altri hanno successo, e quindi fallire da soli, che non ottenere un successo quando tutti gli altri falliscono. Keynes sottolinea che gli speculatori professionali sono pronti a privilegiare i guadagni a breve termine che si realizzano nella fase in cui una bolla speculativa si sta sgonfiando e ad accettare il rischio di un fallimento generale conseguente all'effettivo scoppio della bolla stessa:

La saggezza convenzionale insegna che è cosa migliore per la reputazione fallire in modo convenzionale, anziché riuscire in modo anticonvenzionale.¹²⁹

In definitiva, Keynes osserva che, quando la 'speculazione' prevale sulla 'intraprendenza', possono prodursi degli esiti catastrofici:

Gli speculatori possono non causare alcun male, come bolle d'aria in un flusso continuo di intraprendenza; ma la situazione è seria quando l'intraprendenza diviene la bolla d'aria in un vortice di speculazione. Quando lo sviluppo del capitale di un paese diventa il sottoprodotto delle attività di una casa da gioco, è probabile che vi sia qualcosa che non va bene. I successi conseguiti da Wall Street, come organo rispondente alla specifica funzione sociale di istradare l'investimento nuovo nelle direzioni più redditizie in termini di rendimento futuro, non si possono certo ritenere uno dei più clamorosi trionfi del capitalismo del *laissez faire*; né vi è da stupirsi se è corretto il mio

¹²⁸ *Ibidem*, pp. 340-341.

¹²⁹ *Ibidem*, p. 344.

convincimento che le menti migliori di Wall Steet sono state di fatto rivolte verso scopi diversi.¹³⁰

6. Moneta e crisi

Nei paragrafi precedenti si è mostrato che un approccio teorico basato sulla considerazione congiunta delle due opere maggiori di Keynes e Schumpeter permette di sottolineare:

- (i) che la moneta e la finanza non sono neutrali, ma generano incertezza, e
- (ii) che la spiegazione del fenomeno della speculazione si fonda sulla relazione che lega le decisioni di risparmio al processo di accumulazione di ricchezza.

Hyman Minsky (1975, 1977, 1982, 1986a, 1986b, 1996) è l'economista eterodosso contemporaneo che più di ogni altro ha evidenziato la natura finanziaria della fragilità strutturale che caratterizza le moderne economie monetarie. In particolare, Minsky evidenzia tre elementi che aiutano a spiegare la relazione tra moneta, incertezza e crisi economiche.

1) In primo luogo, Minsky ha evidenziato che in una economia con un sistema finanziario evoluto i rapporti di debito e di credito connessi al finanziamento degli investimenti possono concludersi con l'insolvenza del debitore. Si tratta, a prima vista, di una osservazione grossolana. Ma è bene ricordare che, in base all'assunto implicito che i debitori sono sempre e comunque solventi, nella stragrande maggioranza dei modelli macroeconomici sviluppati nei trent'anni precedenti lo scoppio della crisi dei mutui *subprime*, le relazioni di debito e di credito non sono nemmeno state prese in considerazione. Questa ipotesi può essere valida in una economia-grano in cui, salvo eventi extra-economici, il pagamento degli interessi e la restituzione della quantità di grano presa a prestito dipendono esclusivamente dalla produttività fisica dell'investimento definita in base alle tecniche di produzione esistenti. Pertanto, una economia-grano o una economia di baratto arcaica non è esposta a problemi di fragilità finanziaria neppure in caso di elevata dissociazione tra le decisioni di risparmio e le decisioni di investimento.

Nel caso di una economia monetaria, invece, l'intrinseca fragilità del sistema si spiega col fatto che il finanziamento degli investimenti-innovazioni avviene in condizioni di incertezza. Come abbiamo visto nel nostro semplice esempio numerico, l'imprenditore che prende a prestito la moneta necessaria a finanziare la costruzione di una ferrovia sarà in grado di rimborsare il prestito ottenuto dalle banche soltanto se gli riesce di vendere un numero sufficiente di biglietti ferroviari. Mentre in una economia-grano i ricavi ottenibili grazie alla vendita dei beni o dei servizi realizzati attraverso i processi produttivi sono predeterminati in base alla

¹³⁰ *Ibidem*, p. 345.

tecnologia disponibile, in una economia monetaria non esistono criteri oggettivi per prevedere la quantità di ricavi monetari ottenibili dopo il completamento della ferrovia. Minsky ha sottolineato questa caratteristica delle moderne economie monetarie introducendo il concetto di convalida del debito: “[u]n debito viene convalidato quando gli impegni di pagamento in scadenza vengono soddisfatti.”¹³¹ Giancarlo Bertocco spiega questa parte dell’analisi di Minsky nel modo seguente:

[...] in una economia monetaria la dimensione del tempo ha caratteristiche diverse rispetto a una economia grano. In quest’ultima, la dimensione temporale corrisponde all’intervallo tra il momento della semina e quello del raccolto. Il processo produttivo si ripete in modo sempre uguale, e i debiti contratti al momento della semina vengono rimborsati con il raccolto; i concetti di passato, presente e futuro non hanno importanza. Minsky mostra, invece, che all’interno di una economia monetaria la specificazione dei rapporti finanziari necessari alla realizzazione degli investimenti consente di attribuire un significato importante ai concetti di passato, presente e futuro. Il legame tra passato e presente è determinato dai debiti contratti ieri che devono essere rimborsati oggi, mentre il legame tra presente e futuro è costituito dai debiti contratti oggi che dovranno essere rimborsati domani [...]. Il presente è quindi caratterizzato da due operazioni: la convalida dei debiti contratti in passato e l’erogazione di nuovi finanziamenti per la realizzazione degli investimenti. Minsky sottolinea che esiste un rapporto significativo tra queste due operazioni. Egli osserva, in primo luogo, che la capacità degli imprenditori di rimborsare i prestiti contratti in passato dipende dall’ammontare dei profitti che essi realizzeranno nel presente. Il passaggio successivo del suo ragionamento consiste nello specificare da cosa sono determinati i profitti. Utilizzando un importante contributo di Michal Kalecki, Minsky conclude che l’ammontare dei profitti correnti dipende dagli investimenti che vengono realizzati oggi, sulla base delle aspettative che spingono gli imprenditori-innovatori a indebitarsi per realizzare profitti futuri. In altre parole, Minsky mostra che la capacità delle imprese di convalidare i debiti contratti in passato dipende dall’ammontare di investimenti che si realizzano nel presente, grazie ai nuovi finanziamenti erogati dal sistema bancario. Essa dipende, quindi, dalla presenza di imprenditori disposti, oggi, a indebitarsi e di banche pronte a finanziarli creando nuova moneta.

2) In secondo luogo, Minsky ha elaborato la sua ‘ipotesi di fragilità finanziaria’ per evidenziare che nemmeno l’esistenza delle condizioni che consentono alle imprese di realizzare i profitti necessari alla convalida del debito garantisce che le economie capitaliste possano essere indirizzate verso un equilibrio stabile di piena occupazione:

Il sistema finanziario necessario per garantire al capitalismo forza e vitalità, il sistema cioè che traduce la «voglia di agire» degli imprenditori in domanda

¹³¹ Minsky (1982) [1984], p. 61.

effettiva di beni di investimento, può dar luogo a un'espansione economica esplosiva, messa in moto dal boom degli investimenti: in ciò consiste l'elemento contraddittorio del capitalismo. L'espansione esplosiva si arresta in quanto ostacolata dalla fragilità stessa del sistema finanziario, nel quale l'accumularsi di tensioni fa sì che variazioni anche modeste nelle grandezze finanziarie, posano provocare grandi difficoltà. L'analisi di Keynes sul modo di operare dell'economia capitalista, frutto com'è di un esame dei problemi decisionali in condizioni di estrema incertezza, porta a concludere che la stabilità, anche quando sia il risultato di una consapevole manovra di politica economica, ha effetti destabilizzanti.¹³²

Il passaggio da una fase 'tranquilla' a un periodo di boom economico può essere spiegato attraverso la relazione tra moneta di origine bancaria, decisioni di investimento e incertezza descritta nei paragrafi precedenti. In una economia in cui gli investimenti vengono valutati e realizzati in condizioni di incertezza si possono verificare dei periodi di euforia. Durante questi periodi, gli imprenditori e i banchieri rimuovono i ricordi legati a crisi precedenti e vengono colti da atteggiamenti eccessivamente ottimisti che li inducono a pensare che l'economia sia entrata in una 'nuova era' e a deridere le 'cassandre' che consigliano comportamenti improntati a maggiore prudenza. Un ruolo chiave in queste fasi di transizione viene svolto non soltanto dagli imprenditori e dai banchieri, ma anche dai mercati finanziari sui quali vengono scambiate continuamente le obbligazioni e le azioni che rappresentano una quota significativa della ricchezza accumulata nel tempo dagli agenti economici. I periodi di euforia economica possono contribuire a un notevole aumento del prezzo delle azioni delle imprese coinvolte nella realizzazione di investimenti-innovazioni che marcano il passaggio da una fase 'tranquilla' a una fase di boom economico. Questa tendenza può incidere sui comportamenti degli speculatori che mirano a conseguire dei guadagni in conto capitale 'anticipando la psicologia del mercato.'

3) Il terzo elemento rilevante dell'analisi di Minsky sulla natura endogena della fragilità finanziaria che caratterizza le moderne economie monetarie riguarda la sua conclusione che l'economia capitalista è soggetta a una continua evoluzione delle sue forme istituzionali che impedisce la convergenza verso una posizione di equilibrio stabile:

Capitalism is an evolving and dynamic system that has come in many forms and even now different forms coexist. For the United States, the financial stages of American capitalism can be characterized as: commercial capitalism; industrial capitalism and wild cat financing; financial capitalism and state financing; paternalistic, managerial, and welfare state capitalism; money manager capitalism.¹³³

¹³² Minsky (1975) [2009], p. 22.

¹³³ Minsky (1996), p. 362. Su questi temi si confrontino Whalen (2001) e Kotz (2015).

L'analisi di Minsky porta a identificare l'origine della crisi scoppiata nell'estate del 2007 nei profondi cambiamenti che hanno interessato l'economia statunitense dopo la fine della Seconda guerra mondiale. Con riferimento a questo periodo, Minsky distingue tra due forme di capitalismo. La forma che ha caratterizzato il periodo 1945-1975, definita *paternalistic, managerial and welfare state capitalism*, e la forma che ha contraddistinto il periodo successivo al 1975, invece definita *money manager capitalism*. Con quest'ultima espressione Minsky intendeva descrivere un sistema economico in cui il sistema finanziario è dominato da soggetti mossi non già dall'obiettivo di promuovere l'intraprendenza definita da Keynes nella *Teoria generale*, ma dall'obiettivo di massimizzare i profitti di breve termine attraverso attività di *trading* speculativo.

Il passaggio dalla prima alla seconda forma di capitalismo è stato determinato dalla stagflazione che ha colpito le economie avanzate dall'inizio degli anni '70 del secolo scorso. La crisi degli anni '70 ha ispirato la controrivoluzione teorica monetarista, portando all'abbandono dei modelli macroeconomici sviluppati negli anni '50 e '60 dagli economisti che hanno dato vita alla 'vecchia' sintesi neoclassica e all'accettazione di una versione rivista e corretta dell'economia 'classica' pre-keynesiana. I contributi di Milton Friedman e Robert Lucas hanno convinto la maggioranza degli economisti ad accettare la conclusione secondo cui il livello di piena occupazione del reddito può essere raggiunto soltanto attraverso il funzionamento indisturbato dei meccanismi di mercato.

Il trionfo della controrivoluzione monetarista ha quindi determinato una radicale ridefinizione del ruolo dello Stato in economia e degli obiettivi assegnati alle politiche macroeconomiche (capitoli 9 e 10), offrendo, inoltre, la giustificazione teorica per la deregolamentazione dei mercati finanziari e la liberalizzazione dei movimenti internazionali dei capitali che hanno alimentato la speculazione negli anni che hanno preceduto lo scoppio della crisi. Il periodo seguito al *Grande crollo* del 1929 (Galbraith, John K. 1955) è stato spesso definito come un periodo di 'repressione finanziaria', perché caratterizzato dall'adozione di una serie di misure dirette a regolamentare l'attività delle banche e a restringere i movimenti internazionali dei capitali. Tuttavia, dopo la crisi degli anni '70, la 'repressione finanziaria' è stata sostituita dalla deregolamentazione e dal ritorno del *laissez-faire* sui mercati finanziari.

Gli argomenti avanzati dai monetaristi hanno indotto gli economisti ortodossi ad applicare lo schema d'analisi basato sulla legge della domanda e dell'offerta, utilizzato per la comprensione dei meccanismi di funzionamento dei mercati tradizionali, anche ai mercati finanziari. In questo modo, il *mainstream* economico contemporaneo ha però completamente trascurato gli elementi speculativi che animano il funzionamento dei mercati finanziari, invece evidenziati da un diverso approccio teorico ispirato ai contributi di Keynes, Schumpeter e Minsky:

[...] the crisis of 2008 was [...] a crisis of the intellectual theory that applied complete and free markets to the financial markets as well as, say, to the markets for restaurants or the market for bananas or the market for automobiles. The fundamental point is that the market for finance is different, so many of the propositions in favor of free and complete markets that are powerful in other sectors of the economy are much less powerful in finance.¹³⁴

¹³⁴ Turner (2015).

Conclusioni

Sia per l'ortodossia contemporanea di ispirazione neoclassica sia per l'eterodossia 'austriaca', lo sviluppo dei sistemi monetari e creditizi, che, a fine '800, ha indotto Wicksell a riformulare la teoria quantitativa della moneta, è indissolubilmente legata a una evoluzione spontanea dei mezzi di pagamento che ha permesso il progressivo superamento delle inefficienze legate a una economia in cui gli scambi avvenivano tra beni reali. Sulla scia dei contributi di Carl Menger (1892, 1909), gli economisti di scuola neoclassica e quelli di scuola 'austriaca' quindi considerano il passaggio dalla moneta-merce alla moneta-segno di origine creditizia come un semplice riflesso dell'esigenza di ridurre i costi di transazione associati agli scambi economici. In altri termini, le analisi relative ai meccanismi di funzionamento delle moderne economie di mercato riferibili alla tradizione neoclassica e a quella 'austriaca' restano ancorate al:

[...] principio che tutti i fenomeni essenziali della vita economica possono essere descritti in termini di beni e servizi, di decisioni riguardanti beni e servizi e di relazioni fra essi. La moneta entra nel quadro solo come espediente tecnico [...]. [...] fintantoché funziona normalmente, [questo espediente tecnico] non modifica il processo economico, che si svolge proprio come si svolgerebbe in un'economia di baratto: il concetto di "moneta neutrale" implica sostanzialmente questo. Così, la moneta è stata chiamata una 'veste' o un 'velo' delle cose che veramente importano [...].¹

A giudizio degli economisti del *mainstream* contemporaneo e degli economisti di scuola 'austriaca', la Grande recessione e la crisi debitoria nell'Eurozona non hanno inficiato l'idea che la moneta e la finanza rappresentino esclusivamente strumenti che consentono di ottimizzare le transazioni correnti e quelle intertemporali tra gli agenti economici. Le origini della crisi, infatti, sono individuabili:

- (i) in una politica di bassi tassi di interesse che si è tradotta in una eccessiva disponibilità di mezzi monetari rispetto alla scarsità delle risorse reali risparmiate, e
- (ii) in difetti e/o eccessi della regolamentazione del sistema finanziario che hanno incentivato i comportamenti speculativi delle banche e degli altri attori della finanza.

Sin dai tempi di Hayek, gli economisti 'austriaci' sono contrari a qualunque intervento di politica fiscale e di politica monetaria che impedisca il naturale riallineamento, guidato dai prezzi di mercato, tra la configurazione della struttura intertemporale del capitale e della produzione e le genuine preferenze intertemporali

¹ Schumpeter (1954) [1990, volume primo], pp. 336-337.

di consumo e di risparmio formulate dagli agenti economici. Le crisi, cioè, non devono essere curate, bensì prevenute attraverso una radicale riforma istituzionale del sistema creditizio e finanziario.

A tal fine, tra gli economisti 'austriaci' vi sono coloro che propongono non solo l'abolizione delle banche centrali e dei sistemi di assicurazione sui depositi, ma anche l'abolizione del sistema bancario a riserva frazionaria e il confinamento dell'attività bancaria alla gestione di un sistema di depositi integralmente coperto da riserve costituite da oro, da altre merci o da determinati panieri di beni (*100% Reserve Banking*). In sostanza, questa proposta equivale a limitare le operazioni sul mercato del credito al funzionamento di un circuito di finanziamento diretto. Essa quindi implica l'istituzione di un sistema contraddistinto dalla rigida separazione tra moneta e credito.

Dall'altro lato, invece, vi sono coloro che, pur proponendo l'abolizione delle banche centrali e dei sistemi di assicurazione sui depositi, sono favorevoli al mantenimento di un sistema bancario a riserva frazionaria, ma soltanto nel contesto di un regime di libero mercato (*free banking*), e a condizione che il sistema resti saldamente ancorato a una qualche forma di moneta-merce. Secondo i proponenti del regime di *free banking*, in questo modo, l'effettiva prospettiva di fallimento imposta dalla disciplina di mercato obbligherebbe i protagonisti del sistema creditizio a tenere comportamenti responsabili, garantendo così margini di stabilità finanziaria irraggiungibili attraverso l'intervento delle autorità di governo.

Tuttavia, dalla interpretazione ordoliberalista sulle origini della crisi esaminata nella prima parte di questo lavoro si evince che, in mancanza di un adeguato quadro normativo, nemmeno l'istituzione di un sistema creditizio e finanziario capace di assicurare la corrispondenza tra la disponibilità di mezzi monetari e la scarsità di risorse reali sarebbe sufficiente a garantire l'efficiente allocazione dei risparmi. Le argomentazioni di matrice ordoliberalista sono però cariche di ambiguità, perché, da un lato, si immagina di poter definire un insieme di regole giuridiche conformi al corretto funzionamento dei meccanismi di mercato identificati dalla tradizione neoclassica. Dall'altro, invece, si afferma che, in assenza di tali regole, gli agenti economici sono indotti a tenere comportamenti speculativi contrari alle conclusioni della teoria ortodossa della finanza. In base a tale teoria, infatti, la banca non crea rischi speculando sulla capacità di rimborso dei debitori e sul valore delle attività finanziarie, ma facilita il trasferimento delle risorse risparmiate ai suoi potenziali utilizzatori attraverso la riduzione, se non proprio l'eliminazione, dei problemi derivanti dalla presenza di asimmetrie informative. Inoltre, le bolle speculative vengono considerate come una manifestazione di comportamenti razionali che rappresentano un allontanamento soltanto temporaneo, di breve periodo, dal valore 'corretto' generalmente attribuito dal mercato alle attività finanziarie.

Il punto di vista ordoliberalo sulle origini della Grande recessione e della crisi debitoria nell'Eurozona induce quindi a concludere che, ancor prima di indagare le responsabilità pubbliche che hanno favorito lo sviluppo delle bolle creditizie, azionarie e immobiliari che hanno contraddistinto gli anni precedenti lo scoppio della crisi, è necessario chiedersi quali siano le effettive “caratteristiche [...] della società economica nella quale viviamo”² e, in particolare, quale sia il ruolo svolto dalla moneta e dalla finanza nella definizione di tali caratteristiche.

La *Teoria generale* di Keynes descrive un mondo contraddistinto dalla contemporanea presenza della ‘intraprendenza’ e della ‘speculazione’ e in cui le crisi economiche possono essere prodotte in modo endogeno tanto dall’una quanto dall’altra. Nella quinta parte di questo lavoro, si è mostrato che la considerazione del ruolo svolto dalla moneta di origine bancaria nella *Teoria dello sviluppo economico* di Schumpeter è essenziale per spiegare le caratteristiche delle moderne economie di mercato individuate da Keynes.

Keynes e i tratti distintivi di una ‘economia monetaria di produzione’

Nella *Teoria generale*, Keynes definisce uno schema analitico in cui l’intrinseca instabilità delle economie capitaliste dipende in primo luogo dalla validità del principio della domanda effettiva. Nell’ambito di tale schema analitico, la non neutralità della moneta è giustificata dalla teoria della preferenza per la liquidità, ovvero, data la quantità di moneta definita esogenamente dalle autorità monetarie, dall’influenza della domanda speculativa di moneta sul livello del tasso di interesse.

Nonostante la considerazione dei depositi bancari tra le attività che compongono l’offerta di moneta, nella sua opera più nota Keynes prescinde da una analisi approfondita del mercato del credito. Ma se, da un lato, l’elaborazione della teoria della preferenza per la liquidità gli ha consentito di completare la descrizione del suo modello di determinazione del reddito senza ‘lasciare il tasso di interesse per aria’, dall’altro, essa ha però lasciato aperto il problema del finanziamento della spesa per beni di investimento, perché, nel mondo descritto nella *Teoria generale*, l’acquisto di beni capitali *precede* la formazione di una quantità di risparmio corrispondente.

Negli anni immediatamente successivi alla pubblicazione della *Teoria generale*, Keynes è stato obbligato a occuparsi di questo problema nel corso di un celebre dibattito avente per oggetto la contrapposizione tra la teoria della preferenza per la liquidità e la teoria dei fondi prestabili propugnata da Ohlin e Robertson. In particolare, Keynes individuò nel mercato del credito bancario e nel mercato delle nuove emissioni le due possibili fonti di finanziamento della spesa per investimenti, ma avendo cura di specificare che, a differenza di quanto avviene nella teoria dei

² Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 187.

fondi prestabili di Ohlin e Robertson, credito bancario e detesoreggiamento di fondi liquidi oziosi non costituiscono forme di finanziamento alternative al risparmio corrente, bensì la necessaria premessa alla sua costituzione.

La necessità di esplicitare i canali attraverso i quali è possibile finanziare i progetti di investimento non conduce quindi alla messa in discussione della relazione causale fra gli investimenti e i risparmi che caratterizza il principio della domanda effettiva presentato nella *Teoria generale*. Inoltre, poiché Keynes individua nella domanda di liquidità per finanziare i progetti di investimento delle imprese una nuova componente della domanda di moneta, il cosiddetto ‘motivo finanziario’ (*finance motive*), che si aggiunge alle componenti già specificate nella *Teoria generale* (il motivo delle transazioni, quello precauzionale e quello speculativo), resta confermata anche la validità della teoria della preferenza per la liquidità.

La spiegazione della non neutralità della moneta basata sulla preferenza per la liquidità soffre però del fatto che Keynes subordina la sua validità all’esistenza di un tasso di interesse ‘ottimo’ o ‘opportuno’ corrispondente all’equilibrio di piena occupazione, affermando che, una volta raggiunta la condizione di piena occupazione dei fattori della produzione, il valore del prodotto finale si distribuisce tra di essi secondo le previsioni della teoria ‘classica’. In questo modo Keynes indebolisce la sua tesi sulla invalidità della legge di Say, perché, sebbene egli abbia formulato la teoria della preferenza per la liquidità con la dichiarata intenzione di voler chiudere con la teoria ‘classica’ dell’interesse, in corrispondenza dell’equilibrio di piena occupazione il tasso di interesse ‘opportuno’ finisce ancora per coincidere con il tasso di interesse ‘naturale’ individuato da Wicksell, il tasso, cioè, che è determinato in funzione dei fattori reali della produttività e della parsimonia.

Inoltre, l’idea che esista un tasso di interesse corrispondente alla piena occupazione suggerisce che il problema della disoccupazione involontaria possa essere facilmente eliminato colmando le eventuali discrepanze che dovessero manifestarsi tra il tasso di interesse che garantisce l’equilibrio sul mercato della moneta e il tasso di interesse ‘ottimo’ o ‘opportuno’. Gli esponenti della ‘vecchia’ sintesi neoclassica avevano individuato un meccanismo di aggiustamento automatico basato sul funzionamento degli *effetti Keynes e Pigou*. Gli esponenti della ‘nuova’ sintesi neoclassica, invece, hanno affidato il compito di riallineare il tasso di interesse al livello corrispondente alla piena occupazione direttamente alle autorità monetarie. Nel modello del moderno ‘consenso’ macroeconomico, il concetto di ‘trappola della liquidità’ viene però associato al concetto di *Zero Lower Bound*, a significare che in talune circostanze, come quelle che si sono verificate dopo lo scoppio della Grande recessione e della crisi nell’Eurozona, neanche un tasso di interesse nullo può essere sufficiente a ricondurre il sistema verso il suo equilibrio di piena occupazione. Cionondimeno, l’esistenza del tasso di interesse ‘naturale’ di Wicksell non viene messa in dubbio. Gli economisti del *mainstream* accademico contemporaneo infatti

ipotizzano che, in conseguenza dell'effetto congiunto prodotto da una caduta della propensione a investire e da un aumento della propensione al risparmio, dipendenti in parte da fattori strutturali e in parte da fattori legati alla crisi, il tasso di interesse 'naturale' si trovi attualmente in territorio negativo.

Questa circostanza permette di evidenziare anche i limiti della spiegazione della non neutralità della moneta fondata sulla teoria della endogenità dell'offerta di moneta che è stata sviluppata dagli economisti postkeynesiani partendo dai contributi in materia monetaria e creditizia di Kaldor.

Kaldor ha mostrato che, se l'offerta di moneta è strettamente endogena, perché le autorità monetarie controllano il prezzo (il tasso di interesse) e non la quantità di base monetaria, cadono sia la validità della teoria quantitativa della moneta che la validità della teoria della preferenza per la liquidità di Keynes. A giudizio degli economisti postkeynesiani, la teoria sulla endogenità dell'offerta di moneta offre una spiegazione convincente della natura monetaria del principio della domanda effettiva. Con argomentazioni simili a quelle utilizzate da Keynes nel cosiddetto dibattito sul *finance*, ma rigettando l'idea che le autorità monetarie determinino la quantità nominale di moneta in modo esogeno, essi infatti sottolineano che, in un mondo caratterizzato dall'utilizzo della moneta di origine creditizia, la disponibilità di credito varia esclusivamente in funzione delle autonome decisioni delle banche. Poiché le decisioni delle banche sono svincolate dai risparmi, la maggioranza dei postkeynesiani pertanto conclude, che l'esplicita considerazione del ruolo svolto dalla moneta bancaria consente di sostituire la relazione causale tra i risparmi e gli investimenti che caratterizza la legge di Say con la relazione causale tra gli investimenti e i risparmi che invece contraddistingue il principio della domanda effettiva. E dal momento che, in aggregato, il flusso di investimenti è funzione delle autonome determinazioni del settore bancario, la natura monetaria del principio della domanda effettiva finisce quindi per dipendere non più dalla funzione di riserva di valore della moneta, bensì dalla sua funzione di mezzo di pagamento.

Tuttavia, il riconoscimento della natura endogena dell'offerta di moneta non sottintende necessariamente l'abbandono della legge di Say. Infatti, come nel modello di *economia di puro credito* elaborato da Wicksell, anche nel modello del 'consenso' macroeconomico contemporaneo l'endogenizzazione dell'offerta di moneta non conduce alla scomparsa del tasso di interesse 'naturale' e delle sue implicazioni, tanto più che, come abbiamo visto poco sopra, il concetto di tasso di interesse 'naturale' non viene abbandonato nemmeno quando si suppone che esso assuma valori negativi.

L'economia monetaria descritta da Wicksell e dagli economisti della 'nuova' sintesi neoclassica rappresenta quindi semplicemente un 'velo' che cela l'economia-grano descritta dagli economisti classici, o l'economia di baratto descritta dalla tradizione neoclassica e dagli economisti 'austriaci'. Il quadro analitico sviluppato da

Wicksell consente però di definire un criterio per valutare se il tasso di interesse ‘naturale’ esiste anche nelle moderne economie di mercato. Si tratta infatti di stabilire, se la presenza della moneta bancaria alteri o meno le caratteristiche strutturali di una economia-grano o di una economia di baratto. Occorre cioè valutare se, nelle economie monetarie contemporanee, i tratti distintivi delle decisioni di investimento e di risparmio sono gli stessi che sono stati descritti dagli economisti classici, neoclassici e ‘austriaci’. Se così non fosse, è possibile negare l’esistenza del tasso di interesse ‘naturale’ e della legge di Say e affermare la validità del principio della domanda effettiva.

A tal fine, è utile ripartire dalle bozze della *Teoria generale* del 1933. In esse, infatti, Keynes illustra la natura monetaria del *principio* della domanda effettiva senza fare riferimento alcuno alle relazioni comportamentali invece utilizzate nei capitoli 3 e 8 della *Teoria generale* per definire il *punto* di domanda effettiva. Servendosi di due formule originariamente sviluppate da Marx, nelle bozze preparatorie della sua opera più nota Keynes pertanto universalizza il *principio* della domanda effettiva facendo riferimento alla *legge di produzione* che distingue una economia monetaria di produzione (*entrepreneur* o *monetary economy*) da una economia di baratto (*co-operative* o *real-exchange economy*).

In particolare, utilizzando la sequenza $C - M - C'$ Keynes evidenzia i meccanismi di funzionamento dell’economia di baratto descritta dal modello di equilibrio economico generale di Walras. In una economia di questo tipo, la decisione di produrre dipende dalle condizioni tecniche di produzione. L’imprenditore, cioè, *investe* nel processo di produzione soltanto se la tecnologia di produzione gli garantisce l’ottenimento di una quantità di beni o servizi maggiore di quella necessaria inizialmente per dare avvio al processo di produzione. La sequenza $C - M - C'$ descrive una economia molto semplice di tipo agricolo o artigianale, contraddistinta dalla presenza di pochi beni che soddisfano soltanto una serie di bisogni essenziali, dati in modo esogeno e sostanzialmente immutabili. Di conseguenza, non vi sono ostacoli alla vendita delle quantità prodotte, e la moneta funge esclusivamente da intermediario degli scambi utile a facilitare il successivo acquisto di altri beni, secondo quantità predefinite dalle ragioni di scambio (ovvero dai prezzi relativi).

L’economia caratterizzata dalla sequenza $M - C - M'$ fa invece riferimento alla realtà di una moderna economia industriale. In questo secondo tipo di economia la moneta non rappresenta un semplice mezzo di scambio, ma svolge una duplice funzione. Da un lato, infatti, essa è indispensabile all’assunzione dei lavoratori e all’acquisto dei mezzi di produzione che consentono all’imprenditore di organizzare la produzione di una determinata merce. Dall’altro, essa costituisce l’obiettivo ultimo dell’imprenditore, che sarà disposto ad avviare un processo produttivo

soltanto se si aspetta che, alla fine, i ricavi monetari saranno superiori (o quanto meno non inferiori) ai costi monetari iniziali.

L'utilizzo delle due sequenze originariamente elaborate da Marx permette a Keynes di evidenziare che l'ovvia verità secondo cui l'obiettivo di un imprenditore è quello di realizzare ricavi monetari superiori ai costi monetari sostenuti per dare vita al processo produttivo, in realtà, tanto ovvia non è. Tra una economia che funziona come una economia di baratto e una moderna economia industriale esiste infatti una differenza fondamentale, perché, nel caso della prima, l'esito della vendita dei beni prodotti (M) è certa, mentre, nel caso della seconda, i ricavi monetari (M') sono incerti. Mostrando che, in una economia monetaria industriale, la produzione di beni è vincolata dalle aspettative relative ai ricavi monetari, Keynes specifica il senso generale del 'principio' secondo cui è la domanda a generare la produzione e non viceversa.

La sequenza $M - C - M'$, quindi implica che, rispetto alla *Teoria generale*, nei lavori preparatori del 1933:

- (i) l'instabilità delle moderne economie di mercato non dipende tanto dalle fluttuazioni della domanda aggregata dovute all'incertezza associata all'impiego di specifici beni capitali, quanto piuttosto dalle fluttuazioni della domanda aggregata legate all'incertezza derivante dalla natura stessa dei processi produttivi che distinguono le economie industriali dalle economie primitive di tipo agricolo o artigianale. In una economia monetaria di produzione l'instabilità non è cioè figlia dell'investimento in specifici beni capitali, bensì dell'investimento, inteso in senso lato, nella produzione di specifici beni e servizi;
- (ii) la relazione causale tra incertezza e moneta è invertita. Nella *Teoria generale*, infatti, l'incertezza (data in modo del tutto esogeno) è condizione necessaria per giustificare la funzione di fondo di valore della moneta e le scelte di portafoglio degli speculatori. Nelle bozze del 1933, invece, l'incertezza discende direttamente dalla funzione di mezzo di pagamento svolta dalla moneta.

Moneta e produzione nell'economia capitalista di Schumpeter

In questo lavoro, l'opera di Schumpeter è considerata di fondamentale importanza per approfondire la comprensione delle caratteristiche strutturali dell'*economia monetaria di produzione* descritta da Keynes nel 1933.

Per Schumpeter, l'*economia capitalista* è, per sua intima natura, votata al cambiamento. In particolare, Schumpeter distingue tra *crescita* economica e *sviluppo* economico, intendendo con quest'ultimo termine il cambiamento endogeno strutturale che definisce i tratti peculiari del capitalismo.

Sebbene Schumpeter condivida con Hayek e gli economisti di scuola ‘austriaca’ l’idea che la teoria dell’equilibrio economico generale walrasiano sia del tutto inadatta a caratterizzare il dinamismo delle economie capitaliste, il suo concetto di sviluppo economico è diametralmente opposto al concetto di cambiamento legato ai meccanismi di funzionamento dell’ordine spontaneo hayekiano.

In primo luogo, infatti, a giudizio di Schumpeter il cambiamento non trae origine dalle mutate preferenze espresse dai consumatori. Anche per Schumpeter, l’imprenditore è protagonista principe del cambiamento. Tuttavia, invece di subirlo, egli lo promuove attraverso l’introduzione di innovazioni, tra le quali, ai fini della nostra analisi, assume particolare rilevanza l’introduzione di nuovi beni e servizi o il perfezionamento e la differenziazione qualitativa di beni e servizi già realizzati in precedenza. Per Schumpeter, i bisogni non rappresentano dunque un dato esogeno che funge da riferimento per l’azione dell’imprenditore. Al contrario, essi vengono continuamente condizionati da innovazioni introdotte dagli imprenditori, che possono essere accettate o non accettate dai consumatori.

Nella *Teoria generale*, Keynes fornisce alcuni esempi di investimenti che sembrano più vicini allo spirito dei suoi scritti del 1933 e che consentono di tracciare un parallelo con le innovazioni di Schumpeter:

Parlando francamente, dobbiamo ammettere che la base delle nostre conoscenze per stimare il rendimento che una ferrovia, una miniera di rame, uno stabilimento di tessitura, una specialità medicinale, un transatlantico, o un edificio della city di Londra daranno fra dieci anni, o anche soltanto fra cinque anni, è scarsa e talvolta evanescente.³

Come nel caso degli esempi di innovazione di prodotto utilizzati da Schumpeter nella *Teoria dello sviluppo economico* e della sequenza $M - C - M'$ che individua le caratteristiche dell’economia monetaria di produzione di Keynes, gli esempi di investimento tratti dalla *Teoria generale* fanno infatti riferimento alla incertezza connessa alla valutazione prospettica degli esiti di un *processo produttivo* diretto alla realizzazione di determinati beni o servizi, più che alla stima dei rendimenti futuri di specifici beni capitali.

Analogamente all’imprenditore che agisce nell’economia monetaria di produzione di Keynes, anche l’imprenditore schumpeteriano deve prendere delle decisioni *prima* di portare le merci al mercato. Le variazioni di prezzo avvengono *ex post* e non possono quindi fornire alcuna ‘mappa’ che aiuti a conoscere *ex ante* i desideri dei consumatori e l’ammontare preciso dei futuri ricavi di vendita. Una circostanza di questo genere può verificarsi soltanto nell’irrealistica ipotesi che le domande e le offerte di beni vengano coordinate *ex ante* dalla figura di un banditore walrasiano.

³ Keynes (1936), *C.W.K.*, vol. VII, [2006], pp. 335-336.

Pertanto, analogamente all'imprenditore keynesiano mosso dai suoi slanci vitali (*animal spirits*), anche l'imprenditore schumpeteriano si muove in un ambiente caratterizzato da radicale incertezza.

L'incertezza radicale che accompagna le decisioni di produzione dell'imprenditore keynesiano e quelle dell'imprenditore schumpeteriano è generata in modo endogeno. Essa differisce quindi dall'incertezza radicale associata alla frammentazione della conoscenza di dati economici (gusti, preferenze e tecnologie) soggetti a continui cambiamenti esogeni, come nell'ordine spontaneo descritto da Hayek.

A questo proposito, il secondo punto fondamentale che allontana Schumpeter da Hayek e dalla scuola 'austriaca' di economia politica, avvicinandolo ulteriormente a Keynes, riguarda la rilevanza attribuita alla produzione endogena di moneta di origine bancaria e il concetto di non neutralità della moneta e della finanza che ne deriva. Come Wicksell, Keynes e Kaldor, anche Schumpeter pone l'accento sulla capacità di creazione endogena di moneta delle banche. Il banchiere, per Schumpeter, non è tanto un intermediario della merce 'potere d'acquisto', ma un produttore di essa. Tuttavia, rispetto a Wicksell, e a tutti gli economisti che si sono ispirati e si ispirano ancora oggi alla sua opera, Schumpeter, in accordo con Keynes e Kaldor, astrae da qualunque considerazione relativa alla corrispondenza tra le disponibilità monetarie generate attraverso il credito bancario e la (*scarsa*) disponibilità di risorse reali. In altre parole, nella sua teoria dello sviluppo economico, il risparmio non svolge alcun ruolo.

In particolare, nella teoria dello sviluppo economico di Schumpeter l'esistenza della moneta di origine bancaria, lungi dal costituire un elemento potenzialmente distorsivo dei meccanismi di allocazione del risparmio come nella tradizione della scuola 'austriaca', è indispensabile per spiegare il passaggio da società economiche basate su forme di baratto più o meno evolute alla complessità delle moderne economie di mercato.

Nello schema analitico di Schumpeter l'importanza della istituzione bancaria e della moneta bancaria deriva dal fatto che, in loro assenza, l'imprenditore non potrebbe promuovere il cambiamento e lo *sviluppo economico*. Il sistema sarebbe allora condannato alla sola *crescita* e l'esistenza stessa di una organizzazione economica come quella di tipo capitalista, caratterizzata da un incessante cambiamento strutturale endogeno, verrebbe meno.

Per sottolineare questo punto, nella quinta parte di questo lavoro è stato elaborato un semplice modello lineare ispirato alle lezioni di Keynes e di Schumpeter, ipotizzando che, nell'ambito di una economia-grano come quella descritta dagli economisti classici, un giorno, un imprenditore-innovatore intenda avviare un processo produttivo diretto alla realizzazione di una ferrovia. Per

semplicità, si è inoltre assunto che questo processo produttivo si possa sviluppare senza l'ausilio di beni capitali.

Partendo da queste ipotesi, ci si è chiesto, se la costruzione della ferrovia e, quindi, il passaggio dal mondo arcaico di una economia-grano a un mondo dinamico, caratterizzato dal cambiamento e dall'innovazione, sia possibile anche senza la presenza delle banche e della moneta di origine creditizia. La chiusura di un contratto di credito che prevede il prestito di una determinata quantità di grano è tuttavia difficilmente ipotizzabile, perché, in una economia in cui viene prodotta una pluralità di beni, e in cui il paniere dei beni-salario è soggetto a continui cambiamenti a causa della introduzione di beni e servizi innovativi, vengono meno le caratteristiche di omogeneità fisica tra i mezzi di produzione e i beni e i servizi finali. Poiché l'imprenditore-innovatore non intende investire ai fini della produzione di grano, egli non sarà in grado di rimborsare il prestito ottenuto dagli imprenditori agricoli con una quantità di grano maggiorata dagli interessi. Pertanto, il contratto di credito deve essere necessariamente stipulato sulla base di impegni espressi in termini monetari.

Mentre in una economia-grano la decisione di investimento presuppone una valutazione comparativa tra costi e ricavi che riflettono quantità di grano prodotte e consumate, nel mondo descritto da Keynes e Schumpeter i costi e i ricavi monetari non rappresentano un semplice 'velo', ma costituiscono, al contrario, l'unico elemento che consente sia all'imprenditore-innovatore che alla banca finanziatrice di adottare una decisione in merito alla realizzazione dell'investimento-innovazione.

Inoltre, in una economia monetaria o capitalista anche gli imprenditori agricoli impegnati nella produzione di grano prendono le loro decisioni confrontando grandezze monetarie piuttosto che quantità di grano. Anche loro, cioè, perseguono l'obiettivo di un profitto monetario e non di un profitto derivante dall'eccedenza del grano prodotto rispetto a quello impiegato nel processo produttivo. E, analogamente all'imprenditore-innovatore, essi agiscono in condizioni di incertezza, perché i loro ricavi monetari dipendono dalle aspettative sulla quantità di grano che riusciranno a vendere e, quindi, dal numero di lavoratori occupati, che, a sua volta, è funzione delle intenzioni dell'imprenditore-innovatore e della volontà delle banche di finanziare la realizzazione del suo progetto di investimento.

La spiccata personalità di Schumpeter gli ha sempre impedito di cogliere i possibili punti di contatto tra la sua teoria dello sviluppo economico e le intuizioni di Keynes sulla natura intrinsecamente instabile delle moderne economie di mercato. L'analisi precedente però mostra che l'opera più importante di Schumpeter offre una nitida rappresentazione delle caratteristiche strutturali dell'economia monetaria di produzione illustrata da Keynes nel 1933 attraverso il ricorso alla formula $M - C - M'$ originariamente elaborata da Marx.

L'endogenità dell'offerta di moneta di origine creditizia è imprescindibile ai fini dell'introduzione di investimenti-innovazioni destinati ad alterare la struttura delle preferenze dei consumatori e, quindi, a generare incertezza sui ricavi monetari ottenibili con la vendita dei beni o dei servizi realizzati attraverso i processi produttivi. In una economia monetaria è quindi possibile individuare una precisa relazione che va dalla creazione endogena di moneta bancaria, alla realizzazione di investimenti che presentano caratteristiche analoghe alle innovazioni di Schumpeter e, infine, alla produzione di incertezza. La considerazione congiunta delle opere maggiori di Keynes e Schumpeter porta dunque alla definizione di una *teoria monetaria dell'incertezza* che consente di esplicitare la natura più intima della sequenza $M - C - M'$.

Per effetto della presenza della moneta di origine creditizia, gli investimenti realizzati in una economia monetaria o in una economia capitalista sono dunque di natura completamente diversa da quelli ipotizzati dagli economisti di ispirazione neoclassica e 'austriaca'. La valutazione sulla loro redditività infatti prescinde da qualunque considerazione relativa alla produttività fisica dei beni capitali.

Non sorprende, quindi, che Schumpeter abbia sottolineato l'inesistenza del tasso di interesse 'naturale' di Wicksell e che egli abbia rigettato anche la nozione di capitale *fisico* (inteso come stock di mezzi di produzione utilizzabile dalle imprese) fatta propria dagli economisti di ispirazione neoclassica e da quelli appartenenti alla scuola 'austriaca'. Per Schumpeter, il capitale è dato esclusivamente dall'insieme dei mezzi di pagamento a disposizione degli imprenditori per realizzare le innovazioni.

Da un punto di vista keynesiano, non vi è dubbio che l'esplicitazione delle caratteristiche dell'economia monetaria di produzione definita da Keynes nel 1933 attraverso la formula $M - C - M'$ implichi la confutazione della legge di Say, e il conseguente riconoscimento della validità del principio della domanda effettiva e della inversione della relazione causale che lega gli investimenti ai risparmi. E ciò anche, perché all'incertezza che caratterizza il mondo di Keynes deve essere attribuito carattere universale. L'incertezza prodotta endogenamente al sistema coinvolge infatti anche le banche, che, al pari delle imprese, non dispongono di parametri che consentono una valutazione certa dei rendimenti futuri di un progetto di investimento-innovazione. I giudizi delle banche quindi implicano elevati margini di discrezionalità che si traducono nella determinazione di un insieme di criteri per giudicare il merito di credito delle imprese.

Pertanto, nel mondo descritto da Keynes e Schumpeter le banche assolvono una fondamentale funzione sociale, perché attraverso il consenso alla realizzazione di determinati progetti di investimento, esse incidono sulle caratteristiche strutturali del sistema economico. Nell'ambito di un approccio Keynes-Schumpeter, il mercato del credito bancario costituisce dunque l'architrate di un sistema economico instabile e in continua evoluzione, in cui non esistono meccanismi che garantiscano a priori la

piena occupazione, e in cui il livello, la composizione e la distribuzione del reddito dipendono dalle decisioni degli imprenditori che pianificano nuovi investimenti e dalle decisioni delle banche che selezionano le imprese e i progetti di investimento da finanziare. In una economia con queste caratteristiche, è possibile che la piena occupazione non possa essere raggiunta nemmeno in corrispondenza di un tasso dell'interesse nullo.

Infine, si può osservare che, arricchendo di significato il 'principio' della domanda effettiva illustrato da Keynes attraverso la sequenza $M - C - M'$, la teoria dello sviluppo economico di Schumpeter può, a sua volta, incorporare una teoria della crisi che descrive meglio del concetto di 'creazione distruttrice', saldamente ancorato all'idea che il ciclo economico avviato dalla introduzione delle innovazioni si debba chiudere con l'inevitabile ritorno all'equilibrio di piena occupazione, l'intrinseca fragilità delle economie capitaliste.

Risparmio, ricchezza e speculazione

Il processo di accumulazione di ricchezza procede nel tempo, perché, di periodo in periodo, il flusso di risparmi si aggiunge allo stock di ricchezza accumulato sino alla fine del periodo precedente. La relazione tra risparmi e ricchezza è di importanza centrale nella *Teoria generale* di Keynes:

Un atto di risparmio individuale significa, per così dire, una decisione di saltare il pranzo oggi; ma *non* richiede necessariamente una decisione di pranzare o di comperare un paio di scarpe fra una settimana o fra un mese, o di consumare qualsiasi bene determinato a qualsiasi data determinata. [...] l'atto di risparmio implica un desiderio di «ricchezza» come tale, ossia di una capacità di consumare beni non specificati a date non specificate.⁴

Questa citazione di Keynes evidenzia che, nelle moderne economie monetarie, non solo gli investimenti, ma anche le decisioni di risparmio hanno caratteristiche molto diverse rispetto a quelle definite dalla tradizione neoclassica o dalla scuola 'austriaca'. Gli economisti di ispirazione neoclassica e quelli di scuola 'austriaca' pongono infatti l'accento sulla relazione causale che lega i risparmi agli investimenti. Nella *Teoria generale*, invece, Keynes sottolinea il legame tra le decisioni di risparmio e il processo di accumulazione di ricchezza, descrivendo il comportamento di individui che desiderano accumulare una quantità illimitata di potere d'acquisto, in modo da poterlo spendere in un qualunque istante futuro per qualunque bene desiderato. Per Keynes, l'astensione dal consumo nel periodo corrente non implica

⁴ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], pp. 400-401.

necessariamente un maggior consumo futuro dell'insieme di beni e servizi disponibili nel presente.

In una economia-grano, o nella 'economia del villaggio' descritta dal modello di equilibrio economico generale di Walras (e quindi caratterizzabile attraverso la sequenza $C - M - C'$), si producono soltanto pochi beni destinati alla soddisfazione di bisogni essenziali. Pertanto, ogni individuo produce i beni che intende consumare o scambiare con altri piccoli produttori per entrare in possesso di altri beni destinati a soddisfare i suoi bisogni primari. In una economia di questo tipo vale il principio di sazietà dei bisogni. Di conseguenza, la relazione tra ricchezza e risparmio definita da Keynes nella *Teoria generale* non ha molto senso. Infatti, non è realistico immaginare che un agricoltore desideri accumulare una quantità infinita di grano o che un artigiano voglia disporre di una quantità infinita di tavoli. In altre parole, in una economia agricola o artigiana primitiva, esiste un limite fisiologico al desiderio di accumulare i pochi beni essenziali prodotti. La relazione tra risparmio e ricchezza quindi assume rilevanza soltanto nell'ambito di un sistema economico in cui vale il principio di insaziabilità dei bisogni, in un sistema, cioè, in cui le risorse di cui dispongono gli agenti economici sono inevitabilmente scarse in rapporto al numero infinito di bisogni percepiti.

Il passaggio da una economia caratterizzata dalla presenza di soggetti che presentano un insieme di bisogni finiti a una economia in cui gli agenti economici invece presentano bisogni infiniti può essere spiegato attraverso il concetto di *sviluppo economico* adottato da Schumpeter. Come si è visto poco sopra, per Schumpeter una economia capitalista è contraddistinta da continui cambiamenti che si manifestano attraverso l'incessante introduzione di innovazioni e, in particolare, attraverso l'introduzione di nuovi beni e servizi che modificano la struttura dei bisogni delle famiglie. Le famiglie sono quindi spinte ad accumulare una quantità illimitata di potere d'acquisto, perché non conoscono né la quantità né la qualità dei beni che vorranno acquistare in futuro.

Il fenomeno della speculazione è intimamente legato al desiderio di accumulare ricchezza che caratterizza una economia capitalista. L'accumulazione di ricchezza può infatti essere favorita dalla presenza di mercati speculativi caratterizzati dal continuo scambio di strumenti finanziari rappresentativi dei debiti degli imprenditori-innovatori o delle azioni che essi hanno emesso per finanziare la realizzazione dei loro progetti di investimento.

Nel corso del dibattito sul *finance*, Keynes ha sottolineato che le innovazioni possono essere finanziate non soltanto attraverso la creazione di nuova moneta di origine creditizia, ma anche attraverso una variazione nella composizione dei portafogli dei possessori di ricchezza, ovvero attraverso il detesoreggiamento di una parte dei saldi monetari accumulati in passato in cambio di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni) di nuova emissione. L'esistenza di mercati finanziari sviluppati

che consentono la trasformazione della ricchezza in capitale, nel senso attribuitogli da Schumpeter, è una caratteristica distintiva delle economie capitaliste. Nelle società antiche l'accumulazione e l'ostentazione di ricchezza rappresentavano esclusivamente il simbolo della posizione sociale di un individuo, ma non esisteva alcuna necessità di istituzioni che consentissero di trasformare la ricchezza in capitale. Non così nelle moderne economie monetarie. In *Lombard Street*, per esempio, Walter Bagehot ha descritto l'importanza del sistema finanziario londinese per il processo di industrializzazione dell'Inghilterra.

Nella *Teoria generale*, Keynes però contrappone il concetto di 'intraprendenza' al concetto di 'speculazione', applicando "il sostantivo *speculazione* all'attività di prevedere la psicologia del mercato, e il sostantivo *intraprendenza* all'attività di prevedere il rendimento prospettico dei beni capitali per tutta la durata della loro vita."⁵ Keynes sottolinea che sui mercati finanziari possono prevalere le valutazioni convenzionali della massa degli operatori che non sono in grado di formulare un giudizio professionale sulle prospettive di redditività di un'impresa, e che gli speculatori professionali sono spesso indotti a specializzarsi nel prevedere la 'psicologia del mercato' e a decidere di 'seguire il gregge', quindi accettando il rischio di un fallimento generale conseguente allo scoppio di una bolla speculativa e privilegiando i guadagni a breve termine che si realizzano nella fase in cui la bolla si sta sgonfiando.

Nelle economie capitaliste, il processo di sviluppo economico alimentato dalla introduzione delle innovazioni schumpeteriane può quindi essere interrotto non soltanto da una deficienza della domanda aggregata dovuta a una mancanza di spirito imprenditoriale o alla riluttanza delle banche di finanziare gli imprenditori-innovatori, ma anche in conseguenza degli esiti catastrofici prodotti dallo scoppio di una bolla speculativa sviluppatasi perché, per un certo periodo di tempo, la 'speculazione' ha prevalso sulla 'intraprendenza':

Gli speculatori possono non causare alcun male, come bolle d'aria in un flusso continuo di intraprendenza; ma la situazione è seria quando l'intraprendenza diviene la bolla d'aria in un vortice di speculazione. Quando lo sviluppo del capitale di un paese diventa il sottoprodotto delle attività di una casa da gioco, è probabile che vi sia qualcosa che non va bene. I successi conseguiti da Wall Street, come organo rispondente alla specifica funzione sociale di istradare l'investimento nuovo nelle direzioni più redditizie in termini di rendimento futuro, non si possono certo ritenere uno dei più clamorosi trionfi del capitalismo del *laissez faire*; né vi è da stupirsi se è corretto il mio convincimento che le menti migliori di Wall Street sono state di fatto rivolte verso scopi diversi.⁶

⁵ Keynes (1936), in *C.W.K.*, vol. VII, [2006], p. 345.

⁶ *Ibidem*.

La considerazione congiunta delle due opere maggiori di Keynes e Schumpeter dunque consente di evidenziare che:

- (i) la moneta e la finanza non sono neutrali, ma generano incertezza;
- (ii) la spiegazione del fenomeno della speculazione si fonda sulla relazione che lega le decisioni di risparmio al processo di accumulazione di ricchezza.

A conclusione della quinta parte di questo lavoro, si è sottolineato che Minsky è l'economista eterodosso contemporaneo che più di ogni altro ha dedicato i suoi sforzi alla illustrazione della natura finanziaria della fragilità strutturale che caratterizza le moderne economie di mercato. In particolare, sono stati presi in considerazione tre elementi dell'analisi di Minsky che aiutano a spiegare la relazione tra moneta, incertezza e crisi economiche.

- (i) In primo luogo, Minsky ha evidenziato che in una economia con un sistema finanziario evoluto i rapporti di debito e di credito connessi al finanziamento degli investimenti possono concludersi con l'insolvenza del debitore. Si tratta, a prima vista, di una osservazione grossolana. Ma è bene ricordare che, in base all'assunto implicito che i debitori sono sempre e comunque solventi, nella stragrande maggioranza dei modelli macroeconomici sviluppati nei trent'anni precedenti lo scoppio della crisi dei mutui *subprime*, le relazioni di debito e di credito non sono nemmeno state prese in considerazione. L'ipotesi di irrilevanza delle relazioni di debito e di credito può valere in una economia-grano in cui, salvo eventi extra-economici, il pagamento degli interessi e la restituzione della quantità di grano presa a prestito dipendono esclusivamente dalla produttività fisica dell'investimento definita in base alle tecniche di produzione esistenti. Una economia-grano o una economia di baratto arcaica non è quindi esposta a problemi di fragilità finanziaria neppure in caso di elevata dissociazione tra le decisioni di risparmio e le decisioni di investimento. Nel caso di una economia monetaria, invece, l'intrinseca fragilità del sistema deriva dal fatto che il finanziamento degli investimenti-innovazioni avviene in condizioni di incertezza. L'imprenditore che prende a prestito la moneta necessaria a finanziare un investimento-innovazione sarà in grado di rimborsare il prestito ottenuto dalle banche soltanto se è in grado di realizzare sufficienti ricavi monetari. Mentre in una economia-grano la validità della legge di Say assicura che i ricavi di vendita siano predeterminati in base alla tecnologia disponibile, in una economia monetaria non esistono criteri oggettivi per prevedere la quantità dei ricavi e dei profitti ottenibili a seguito della realizzazione di un investimento-innovazione.
- (ii) In secondo luogo, Minsky ha sviluppato l'ipotesi di fragilità finanziaria' per evidenziare che nemmeno l'esistenza delle condizioni che consentono alle imprese di realizzare i profitti necessari alla convalida del debito garantisce che

le economie capitaliste possano essere indirizzate verso un equilibrio stabile di piena occupazione. Il passaggio da una fase ‘tranquilla’ a un periodo di boom economico può essere spiegato attraverso la relazione tra moneta di origine bancaria, decisioni di investimento e incertezza illustrata in precedenza. In una economia in cui gli investimenti vengono valutati e realizzati in condizioni di incertezza possono infatti prendere avvio prolungati periodi di euforia. Venendo colti da atteggiamenti eccessivamente ottimisti che li inducono a pensare che l’economia sia entrata in una ‘nuova era’ e a deridere le ‘cassandre’ che consigliano comportamenti improntati a maggiore prudenza, nel corso di questi periodi gli imprenditori e i banchieri rimuovono i ricordi legati allo scoppio di crisi precedenti. Un ruolo chiave in queste fasi di transizione viene svolto non soltanto dagli imprenditori e dai banchieri, ma anche dai mercati finanziari sui quali vengono scambiate le obbligazioni e le azioni che rappresentano una quota significativa della ricchezza accumulata nel tempo dagli agenti economici. I periodi di euforia economica possono contribuire a un notevole aumento del prezzo delle azioni delle imprese coinvolte nella realizzazione di investimenti-innovazioni che marcano il passaggio da una fase ‘tranquilla’ a una fase di boom economico. Questa tendenza può incidere sui comportamenti degli speculatori che mirano a conseguire dei guadagni in conto capitale ‘anticipando la psicologia del mercato.’

- (iii) Infine, il terzo elemento della riflessione di Minsky preso in considerazione per spiegare la relazione tra moneta, incertezza e crisi economiche riguarda la conclusione che l’economia capitalista è soggetta a una continua evoluzione delle sue forme istituzionali che impedisce la convergenza verso una posizione di equilibrio stabile. Tra la fine degli anni ’80 e la metà degli anni ’90 del secolo scorso, Minsky ha infatti presagito che i profondi cambiamenti che stavano interessando l’economia statunitense avrebbero esposto le maggiori economie avanzate a rischi analoghi a quelli descritti da Rudolf Hilferding con riferimento al capitalismo finanziario che si stava sviluppando tra la fine del XIX e l’inizio del XX secolo.

Bibliografia

Le citazioni da lavori in lingua straniera che compaiono nel testo sono tratte, ove disponibile, dall'edizione italiana riportata in bibliografia (in questo caso, il numero di pagina si riferisce all'edizione italiana). In caso contrario, sono riportate le citazioni dei lavori originali in lingua inglese, mentre le citazioni da lavori francesi e tedeschi sono state tradotte dall'autore.

- Abelshausen W. (2011), *Deutsche Wirtschaftsgeschichte von 1945 bis zur Gegenwart*, zweite, überarbeitete und erweiterte Auflage, Verlag C. H. Beck, München.
- Ackley G. (1961), *Macroeconomic Theory*, Macmillan, New York, ed. it.: *Teoria macroeconomica*, Giulio Einaudi Editore, Torino 1971.
- Admati A. e M. Hellwig (2013), *The Bankers' New Clothes. What's Wrong With Banking and What to Do About It*, Princeton University Press, Princeton.
- Adrian T. e H. S. Shin (2010), Liquidity and Leverage, *Journal of Financial Intermediation*, 19 (3), pp. 418-437.
- Aglietta M. (2008), *Macroéconomie financière*, cinquième édition, La Découverte, Paris.
- Aglietta M. (2012), *Zone Euro. Éclatement ou Fédération*, Michalon Éditions, Paris.
- Akerlof G. (1970), The Market for "Lemons": Quality, Uncertainty, and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), pp. 488-500.
- Akerlof G. e R. Shiller (2009), *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton, ed. it.: *Spiriti animali. Come la natura umana può salvare l'economia*, Rizzoli, Milano 2009.
- Akerlof G. e J. Yellen (1985), A Near-Rational Model of the Business Cycle with Wage and Price Inertia, *Quarterly Journal of Economics*, 100, Issue Supplement, pp. 823-838.
- Akerlof G., Blanchard O., Romer D. e J. E. Stiglitz (2014), a cura di, *What Have We Learned? Macroeconomic Policy After the Crisis*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Albert M. (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Éditions du Seuil, Paris, ed. it.: *Capitalismo contro capitalismo*, il Mulino, Bologna 1991.
- Albert M. (2002), *Capitalismo contro capitalismo*, in Castroovo V. (2002), a cura di, *Storia dell'economia mondiale*, vol. 6, Laterza, Roma-Bari.
- Alesina A. e F. Giavazzi (2010), a cura di, *Europe and the Euro*, University of Chicago Press, Chicago and London.
- Alesina A. e F. Giavazzi (2008a), *The Future of Europe: Reform or Decline*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, ed. it.: *Goodbye Europa. Cronache di un declino economico e politico*, Bur, Milano 2008.

- Alesina A. e F. Giavazzi (2008b), *La crisi. Può la politica salvare il mondo?*, il Saggiatore, Milano.
- Alesina A., Blanchard O., Galí J., Giavazzi F. e H. Uhlig (2001), *Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area. Monitoring the European Central Bank 3*, CEPR, Lodon.
- Allen C. S. (1989), *The Underdevelopment of Keynesianism in the Federal Republic of Germany*, in Hall P. A. (1989), a cura di, *The Political Power of Economic Ideas. Keynesianism across Nations*, Princeton University Press, Princeton, pp. 263-289.
- Allen C. S. (2005), "Ordo-Liberalism" Trumps Keynesianism: Economic Policy in the Federal Republic of Germany and the EU, in Moss B. H. (2005), a cura di, *Monetary Union in Crisis. The European Union as a Neoliberal Construction*, Palgrave Macmillan, New York, pp. 199-221.
- Allsopp C. e D. Vines (2000), The Assessment: Macroeconomic Policy, *Oxford Review of Economic Policy*, 16 (4), pp. 1-32.
- Allsopp C. e D. Vines (2005), The Macroeconomic Role of Fiscal Policy, *Oxford Review of Economic Policy*, 21 (4), pp. 485-508.
- Allsopp C. e D. Vines (2015), Monetary and fiscal policy in the Great Moderation and the Great Recession, *Oxford Review of Economic Policy*, 31 (2), pp. 134-167.
- Almunia M., Bénétrix A. S., Eichengreen B., O'Rourke K. H. e G. Rua (2009), From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons, *Economic Policy*, 25 (62), pp. 219-265.
- Alviani A. (2015), Un breviario di "tedesco" per capire la crisi greca, *Il Foglio*, 24 febbraio, disponibile online all'indirizzo: <http://www.ilfoglio.it/articoli/2015/02/24/news/un-breviario-di-tedesco-per-capire-la-crisi-greca-81239/>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Amadeo E. J. (1989), *Keynes's Principle of Effective Demand*, Edward Elgar, Aldershot, England, Brookfield, Vermont, USA.
- Amann M. (2017), *Angst für Deutschland. Die Wahrheit über die AfD: wo sie herkommt, wer sie führt, wohin sie steuert*, Droemer Verlag, München.
- Amato M. e L. Fantacci (2009), *Fine della finanza. Da dove viene la crisi e come si può pensare di uscirne*, Donzelli Editore, Roma.
- Anderson W. L. (2009), Say's Law and the Austrian Theory of the Business Cycle, *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 12 (2), pp. 47-59.
- Andrade P., Breckenfelder J., De Fiore F., Karadi P. e O. Tristani (2016), The ECB's asset purchase programme: an early assessment, ECB, *Working Paper Series*, No. 1956.
- Andrews D. e A. C. Sánchez (2011), The Evolution of Homeownership Rates in Selected OECD Countries: Demographic and Public Policy Influences, *OECD Journal: Economic Studies*, 2011/1, pp. 207-243.

- Apel E. (2003), *Central Banking Systems Compared. The ECB, the pre-euro Bundesbank, and the Federal Reserve System*, Routledge, London and New York.
- Arcelli M. (1996), *Economia e politica monetaria*, quinta edizione, Cedam, Padova.
- Arcelli M. (2002), *L'economia monetaria e la politica monetaria dell'Unione Europea*, Cedam, Padova.
- Arena R. e A. Festré (2006), *Knowledge and beliefs in economics: the case of the Austrian tradition*, in Arena R. e A. Festré (2006), a cura di, *Knowledge, Beliefs and Economics*, Edward Elgar, pp. 35-58.
- Arestis P. e P. G. A. Howells (1996), Theoretical Reflections on Endogenous Money: The Problem with Convenience Lending, *Cambridge Journal of Economics*, 20 (5), pp. 539-551.
- Arestis P. e M. Sawyer (2002), The Bank of England Macroeconomic Model: Its Nature and Implications, *Journal of Post Keynesian Economics*, 24 (4), pp. 529-545.
- Arestis P. e M. Sawyer (2004), *Re-examining Monetary and Fiscal Policy for the 21st Century*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Arestis P. e M. Sawyer (2006), a cura di, *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Arestis P. e M. Sawyer (2008a), A critical reconsideration of the foundations of monetary policy in the new consensus macroeconomic framework, *Cambridge Journal of Economics*, 32, pp. 761-779.
- Arestis P. e M. Sawyer (2008b), Are the European Central Bank and Bank of England Macroeconomic Models Consistent with the New Consensus in Macroeconomics?, *Ekonomia*, 11 (2), pp. 51-68.
- Argitis G. (2013), The illusions of the “new consensus” in macroeconomics: a Minskian analysis, *Journal of Post Keynesian Economics*, 35 (3), pp. 483-505.
- Arrow K. J. (1962), The Economic Implications of Learning by Doing, *Review of Economic Studies*, 29, pp. 155-173.
- Asensio A. (2013-14), The Achille's heel of the mainstream explanations of the crisis and a post Keynesian alternative, *Journal of Post Keynesian Economics*, 36 (2), pp. 355-379.
- Assländer M. S. e P. Ulrich (2009), a cura di, *60 Jahre Soziale Marktwirtschaft. Illusionen und Reinterpretationen einer ordnungspolitischen Integrationsformel*, St. Galler Beiträge zur Wirtschaftsethik, Band 44, Haupt Verlag, Bern.
- Audier S. (2012a), *Le colloque Lippmann. Aux origines du “néo-libéralisme”*, Le Bord de l'Eau, Lormont.
- Audier S. (2012b), *Néo-Libéralisme(s). Une archéologie intellectuelle*, Éditions Grasset & Fasquelle, Paris.
- Backus D. e E. Drifill (1985), Inflation and Reputation, *American Economic Review*, 75 (3), pp. 530-538.

- Bagehot W. (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, reprinted by Wiley & Sons, New York 1999.
- Bagnai A. (2005), *Modelli empirici di aggiustamento e crescita. Appunti per un corso di Macroeconomia dello sviluppo*, Aracne editrice, Roma.
- Bagnai A. (2012), *Il tramonto dell'euro. Come e perché la fine della moneta unica salverebbe democrazia e benessere in Europa*, Imprimatur, Reggio Emilia.
- Bagnai A. (2014), *L'Italia può farcela. Equità, flessibilità, democrazia. Strategie per vivere nella globalizzazione*, il Saggiatore, Milano.
- Bain K. e P. Howells (2009), *Monetary Economics. Policy and its Theoretical Basis*, second edition, Palgrave Macmillan, Basingstoke, New York.
- Baldwin R. e F. Giavazzi (2015), a cura di, *The Eurozone Crisis. A Consensus View of the Causes and a Few Possible Remedies*, CEPR Press, A VoxEu.org eBook, London.
- Baldwin R. e C. Wyplosz (2012), *The Economics of European Integration*, fourth edition, McGraw-Hill Higher Education, Maidenhead, Berkshire.
- Ball L., Leigh D. e P. Loungani (2012), Okun's law: Fit at 50?, *NBER Working Paper*, No. 18668.
- Banfi A., Capizzi V., Nadotti L. e M. Valletta (2010), *Economia e gestione della banca*, McGraw-Hill, Milano.
- Bank of England (1999), *The transmission mechanism of monetary policy*, The Monetary Policy Committee.
- Bank of England (2011), The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact, *Quarterly Bulletin*, 2011 Q3, pp. 200-212.
- Baranes A. (2012), *Finanza per indignati*, Ponte alle Grazie, Milano.
- Barba A. e G. De Vivo (2013), Flawed Currency Areas and Viable Currency Areas: External Imbalances and Public Finance in the Time of the Euro, *Contributions to Political Economy*, 32, pp. 73-95
- Barba A. e M. Pivetti (2016), *La scomparsa della sinistra in Europa*, Imprimatur, Reggio Emilia.
- Baron H. (2007), La teoria del ciclo di Hayek. Esposizione e discussione, Università degli Studi di Firenze, Dipartimento di Scienze Economiche, *Working Paper*, N. 04/2007.
- Barra Caracciolo L. (2013), *Euro e (o?) democrazia costituzionale. La convivenza impossibile tra Costituzione e Trattati europei*, Dike Giuridica Editrice, Roma.
- Barro R. J. e S. B. Gordon (1983), Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, 12 (1), pp. 101-121.
- Barro R. J. e X. Sala-i-Martin (2004), *Economic Growth*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.

- Barsky R., Justiniano A. e L. Melosi (2014), The Natural Rate and its Usefulness for Monetary Policy, *American Economic Review*, 104 (5), pp. 37-43.
- Bastasin C. (2008), Le conseguenze economiche di Bush, intervista a Mario Monti, *Il Sole 24 Ore*, 22 agosto.
- Bastasin C. (2012), *Saving Europe. How National Politics Nearly Destroyed the Euro*, Brookings Institution Press, Washington, D.C.
- Baumann Z. (2013), *La ricchezza di pochi avvantaggia tutti. Falso!*, Laterza, Roma-Bari.
- Baumol W. J. (1952), The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach, *Quarterly Journal of Economics*, 66 (4), pp. 545-556.
- Baumol W. J. (1977), Say's (at Least) Eight Laws, or What Say and James Mill May Really Have Meant, *Economica*, 44 (174), pp. 145-161.
- Bayoumi T., Eichengreen B. e M. P. Taylor (1996), a cura di, *Modern perspectives on the gold standard*, Cambridge University Press, New York.
- BCE (1999a), La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema orientata alla stabilità, *Bollettino mensile*, gennaio, pp. 39-51.
- BCE (1999b), I differenziali di inflazione in una unione monetaria, *Bollettino mensile*, ottobre, pp. 35-43.
- BCE (2000a), La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, *Bollettino mensile*, luglio, pp. 41-56.
- BCE (2000b), I due pilastri della strategia di politica monetaria della Bce, *Bollettino mensile*, novembre, pp. 39-49.
- BCE (2003), *Inflation Differentials in the Euro Area: Potential Causes and Policy Implications*, disponibile online all'indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/inflationdifferentialreporten.pdf>, consultato il 15 ottobre 2017.
- BCE (2004), Il tasso di interesse reale naturale nell'area dell'euro, *Bollettino mensile*, maggio, pp. 59-71.
- BCE (2005), La riforma del patto di stabilità e crescita, *Bollettino mensile*, agosto, pp. 61-76.
- BCE (2008), I dieci anni del patto di stabilità e crescita, *Bollettino mensile*, ottobre, pp. 57-70.
- BCE (2011a), *The Monetary Policy of the ECB*, third edition, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- BCE (2011b), La riforma della governance economica nell'area dell'euro: elementi essenziali, *Bollettino mensile*, marzo, pp. 105-126.
- BCE (2011c), Il meccanismo europeo di stabilità, *Bollettino mensile*, luglio, pp. 73-86.
- BCE (2011d), Andamento della finanza pubblica, *Bollettino mensile*, dicembre, pp. 98-108.

- BCE (2012a), Un patto di bilancio per un'unione economica e monetaria rafforzata, *Bollettino mensile*, maggio, pp. 85-101.
- BCE (2012b), *Financial Integration in Europe*, April.
- Beck U. (2013), *Das deutsche Europa. Neue Machtlandschaften im Zeichen der Krise*, Suhrkamp Verlag, Berlin, ed. it.: *Europa tedesca. La nuova geografia del potere*, il Mulino, Bologna 2013.
- Bellofiore R. (2012), *La crisi globale, l'Europa, l'euro, la Sinistra*, Asterios, Trieste.
- Bellofiore R. (2013), 'Two or three things I know about her': Europe in the global crisis and heterodox economics, *Cambridge Journal of Economics*, 37, pp. 497-512.
- Bellofiore R. (2014), The Socialization of Investment, from Keynes to Minsky and Beyond, Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper*, No. 822.
- Bénassy-Quéré A. e B. Coeuré (2014), *Économie de l'euro*, Éditions La Découverte, Paris, ed. it.: *L'euro della discordia. Come è possibile un'economia della moneta unica*, Università Bocconi Editore, Milano 2014.
- Beneš J. e M. Kumhof (2012), The Chicago Plan Revisited, *IMF Working Paper*, WP/12/202.
- Bernanke B. S. (1983), Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, *American Economic Review*, 73 (3), pp. 257-276.
- Bernanke B. S. (1992-93), Credit in the Macroeconomy, Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, 18, pp. 50-70.
- Bernanke B. S. (2004), *The Great Moderation*, The Federal Reserve Board, Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington D.C., 20 febbraio, disponibile online all'indirizzo: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Bernanke B. S. (2005), *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, The Federal Reserve Board, Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10 marzo, disponibile online all'indirizzo: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Bernanke B. S. (2007a), *The Financial Accelerator and the Credit Channel*, Speech by Chairman Ben S. Bernanke at the The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century Conference, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, Georgia, 15 giugno, disponibile online all'indirizzo: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070615a.htm>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Bernanke B. S. (2007b), *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*, Speech by Chairman Ben S. Bernanke at the Bundesbank Lecture, Berlino, 11 settembre,

- disponibile online all'indirizzo:
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>,
 consultato il 15 ottobre 2017.
- Bernanke B. S. (2010a), *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Speech by Chairman Ben S. Bernanke at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, 3 gennaio, disponibile online all'indirizzo:
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm>,
 consultato il 15 ottobre 2017.
- Bernanke B. S. (2010b), *Implications of the Financial Crisis for Economics*, Speech by Chairman Ben S. Bernanke at the Conference Co-sponsored by the Center for Economic Policy Studies and the Bendheim Center for Finance, Princeton University, Princeton, New Jersey, 24 settembre disponibile online all'indirizzo:
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100924a.htm>,
 consultato il 15 ottobre 2017.
- Bernanke B. S. (2011), International Capital Flows and the Return to Safe Assets in the United States, 2003-2007, Banque de France, *Financial Stability Review*, 15, pp. 13-26.
- Bernanke B. S. (2012), *Some Reflections on the Crisis and the Policy Response*, Speech by Chairman Ben S. Bernanke at the Russell Sage Foundation and the Century Foundation Conference on "Rethinking Finance", New York, 13 aprile, disponibile online all'indirizzo:
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120413a.htm>,
 consultato il 15 ottobre 2017.
- Bernanke B. S. (2013), *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, Princeton University Press, Princeton, ed. it.: *La Federal Reserve e la crisi finanziaria*, il Saggiatore, Milano 2014.
- Bernanke B. S. (2015a), *The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and its Aftermath*, W. W. Norton & Company, New York.
- Bernanke B. S. (2015b), *Why are interest rates so low, part 2: Secular stagnation*, disponibile online all'indirizzo:
<https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/03/31/why-are-interest-rates-so-low-part-2-secular-stagnation/>,
 consultato il 15 ottobre 2017.
- Bernanke B. S. e A. Blinder (1988), Credit, Money and Aggregate Demand, *American Economic Review*, 78 (2), pp. 435-439.
- Bernanke B. S. e M. Gertler (1989), Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations, *American Economic Review*, 79 (1), pp. 14-31.
- Bernanke B. S. e M. Gertler (1995), Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), pp. 27-48.
- Bernanke B. S. e M. Gertler (2001), Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 91 (2), pp. 253-257.

- Bernanke B. S. e C. Lown (1991), The Credit Crunch, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 205-247.
- Bernanke B. S. e F. S. Mishkin (1997), Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?, *Journal of Economic Perspectives*, 11 (2), pp. 97-116.
- Bernanke B. S., Gertler M. e S. Gilchrist (1996), The Financial Accelerator and the Flight to Quality, *Review of Economics and Statistics*, 78 (1), pp. 1-15.
- Bernanke B. S., Gertler M. e S. Gilchrist (1999), *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*, in Taylor J. B. e M. Woodford (1999), a cura di, *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1C, Elsevier, North-Holland, Amsterdam, pp. 1341-1393.
- Bernanke B. S., Laubach T., Mishkin F. S. e A. S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton.
- Berta G. (2009), *Eclisse della socialdemocrazia*, il Mulino, Bologna.
- Bertocco (1998a), *Credito e istituzioni finanziarie: un'impostazione keynesiana*, in De Vecchi N. e M. C. Marcuzzo (1998), a cura di, *A cinquant'anni da Keynes. Teorie dell'occupazione, interesse e crescita*, Edizioni Unicopli, Milano, pp. 131-152.
- Bertocco (1998b), *Appunti di Economia monetaria*, Università degli Studi di Pavia, Facoltà di Economia.
- Bertocco G. (2001), Is Kaldor's Theory of Money Supply Endogeneity Still Relevant?, *Metroeconomica*, 52 (1), pp. 95-120.
- Bertocco G. (2004), The New Keynesian Monetary Theory: A Critical Analysis, *Studi Economici*, 59 (2), pp. 65-94.
- Bertocco G. (2005), The Role of Credit in a Keynesian Monetary Economy, *Review of Political Economy*, 17 (4), pp. 489-511.
- Bertocco G. (2007), The Characteristics of a Monetary Economy: A Keynes-Schumpeter Approach, *Cambridge Journal of Economics*, 31 (1), pp. 101-122.
- Bertocco G. (2008), Finance and Development: Is Schumpeter's Analysis Still Relevant?, *Journal of Banking & Finance*, 32 (6), pp. 1161-1175.
- Bertocco G. (2009a), The Economics of Financing Firms: Two Different Approaches, *History of Economic Ideas*, 17 (1), pp. 85-123.
- Bertocco (2009b), The Relationship Between Saving and Credit from a Schumpeterian Perspective, *Journal of Economic Issues*, 43 (3), pp. 607-640.
- Bertocco G. (2010), The Endogenous Money Theory and the Characteristics of a Monetary Economy, *Rivista Italiana degli Economisti*, 15 (3), pp. 365-401.
- Bertocco G. (2013a), Money as an Institution of Capitalism: Some Notes on a Monetary Theory of Uncertainty, *Economic Notes*, 42 (1), pp. 75-101.
- Bertocco G. (2013b), On Keynes's Criticism of the Loanable Funds Theory, *Review of Political Economy*, 25 (2), pp. 309-326.

- Bertocco G. (2014), Global Saving Glut and Housing Bubble: A Critical Analysis, *Economia Politica, Journal of Analytical and Institutional Economics*, 31 (2), pp. 195-218.
- Bertocco G. (2015), *La crisi e le responsabilità degli economisti*, Francesco Brioschi Editore, Milano.
- Bertocco G. (2017), *Crisis and the Failure of Economic Theory. The Responsibility of Economists for the Great Recession*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Bertocco G. e A. Kalajzic (2014), The liquidity preference theory: a critical analysis, Università degli Studi dell'Insubria, *Quaderni di ricerca del Dipartimento di Economia*, n. 2, *submitted, under review*.
- Bertocco G. e A. Kalajzic (2015a), Finance and risk: a Keynesian perspective, *submitted, under review*.
- Bertocco G. e A. Kalajzic (2015b), How much does finance benefit society?, *submitted, under review*.
- Bertocco G. e A. Kalajzic (2016a), The relevance of Post-Keynesian economics, *History of Economic Ideas*, 24 (1), pp. 155-166.
- Bertocco G. e A. Kalajzic (2016b), On the monetary nature of the interest rate in a Keynes-Schumpeter perspective, Università degli Studi dell'Insubria, *Quaderni di ricerca del Dipartimento di Economia*, n. 2, *submitted, under review*.
- Bertocco G. e A. Kalajzic (2016c), The zero lower bound and the asymmetric efficacy of monetary policy: a critical analysis, *submitted, under review*.
- Bertocco G. e A. Kalajzic (2017a), On the monetary nature of the principle of effective demand, *submitted, under review*.
- Bertocco G. e A. Kalajzic (2017b), A Keynes + Schumpeter model to explain development, speculation and uncertainty, *submitted, under review*.
- Bertocco G. e A. Kalajzic (2017c), Great Recession and macroeconomic theory: a useless critique, *submitted, under review*.
- Beveridge W. (2010), *La libertà solidale. Scritti 1942-1945*, a cura di Michele Colucci, Donzelli Editore, Roma.
- Bianchi C. (1982), *Moneta*, Dizionario di Economia Politica, diretto da Lunghini G., vol. 6, Bollati Boringhieri, Torino, pp. 91-215.
- Bianchi C. (1989), *Teorie della Moneta*, ISEDI, Torino.
- Bianchi C. (1991), *L'intervento dello Stato in economia: keynesiani e monetaristi*, Edizioni Unicopli, Milano.
- Bibow J. (2000), The Loanable Funds Fallacy in Retrospect, *History of Political Economy*, 32 (4), pp. 789-831.
- Bibow J. (2002), Keynes on Central Banking and the Structure of Monetary Policy, *History of Political Economy*, 34 (4), pp. 749-787.

- Bibow J. (2003), On the 'burden' of German unification, *BNL Quarterly Review*, 225, pp. 137-169.
- Bibow J. (2004), Fiscal Consolidation: Contrasting Strategies & Lessons from International Experiences, Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper*, No. 400.
- Bibow J. (2005), Germany in crisis: the unification challenge, macroeconomic policy shocks and traditions, and EMU, *International Review of Applied Economics*, 19 (1), pp. 29-50.
- Bibow J. (2007), *How the Maastricht Regime Fosters Divergence as Well as Instability*, in Arestis P., Hein E. e E. Le Héron (2007), a cura di, *Aspects of Modern Monetary and Macroeconomic Policies*, Palgrave Macmillan, pp. 197-222.
- Bibow J. (2009), On the origin and rise of central bank independence in West Germany, *European Journal of the History of Economic Thought*, 16 (1), pp. 155-190.
- Bibow J. (2013a), At the crossroads: the euro and its central bank guardian (and saviour?), *Cambridge Journal of Economics*, 37, pp. 609-626.
- Bibow J. (2013b), The Euroland crisis and Germany's euro trilemma, *International Review of Applied Economics*, 27 (3), pp. 360-385.
- Bibow J. (2013c), On the Franco-German Euro Contradiction and Ultimate Euro Battleground, *Contributions to Political Economy*, 32, pp. 127-149.
- Bibow J. (2013d), *The German Wages Problem – A World Problem*, disponibile online all'indirizzo: <https://www.newamerica.org/economic-growth/policy-papers/the-german-wages-problem-a-world-problem/>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Bibow J. (2015), Making the Euro Viable: The Euro Treasury Plan, Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper*, No. 842.
- Bibow J. (2017), How Germany's Anti-Keynesianism Has Brought Europe to Its Knees, Levy Economics Institute of Bard College, *Working paper*, No. 886.
- Bibow J. e A. Terzi (2007), a cura di, *Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag?*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, New York.
- Biebricher T. (2013), Europe and the political philosophy of neoliberalism, *Contemporary Political Theory*, 12 (4), pp. 338-375.
- Biebricher T. (2014), The Return of Ordoliberalism in Europe – Notes on a Research Agenda, *i-lex*, 21, pp. 1-24.
- Bindseil U. e P. H. König (2011), The economics of TARGET2 balances, Humboldt-Universität Berlin, *SFB 649 Discussion Paper*, 2011-035.
- Bini Smaghi L. (2008), *Il paradosso dell'euro. Luci e ombre dieci anni dopo*, Rizzoli, Milano.
- Bini Smaghi L. (2013), *Morire di austerità. Democrazie europee con le spalle al muro*, il Mulino, Bologna.
- Bini Smaghi L. (2014), *33 false verità sull'Europa*, il Mulino, Bologna.

- Bini Smaghi L. (2017), *La tentazione di andarsene. Fuori dall'Europa c'è un futuro per l'Italia?*, il Mulino, Bologna.
- Blanchard O. (2009), The State of Macro, *Annual Review of Economics*, 1, pp. 209-228.
- Blanchard O. (2017), *Macroeconomics*, seventh edition, Pearson, Boston.
- Blanchard O. e F. Giavazzi (2002), Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle?, *Brookings Papers on Economic Activity*, 33 (2), pp. 147-210.
- Blanchard O., Dell'Arriccia G. e P. Mauro (2010), Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note, SPN/10/03, successivamente pubblicato nel 2010 come: Rethinking macroeconomic policy, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 42 (6), Supplement, pp. 199-215.
- Blanchard O., Romer D., Spence M. e J. E. Stiglitz (2012), a cura di, *In the Wake of the Crisis*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Blätter für deutsche und internationale Politik, AA. VV., (2013), *Demokratie oder Kapitalismus?*, Blätter Verlagsgesellschaft mbH, Berlin.
- Blinder A. e J. E. Stiglitz (1983), Money, Credit Constraints, and Economic Activity, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 73 (2), pp. 297-302.
- Blyth M. (2002), *Great Transformations. Economic Ideas and Institutional Change in the Twentieth Century*, Cambridge University Press, New York.
- Blyth M. (2013), *Austerity. The History of a Dangerous Idea*, Oxford University Press, Oxford.
- Boccuzzi G. (2015), *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Bancaria Editrice, Roma.
- Bodie Z., Kane A. e A. J. Marcus (2014), *Investments*, tenth edition, McGraw Hill Education, New York.
- Boettke P. J. (1994), a cura di, *The Elgar Companion to Austrian Economics*, Edward Elgar, Aldershot, UK, Brookfield, Vermont, USA.
- Boettke P. J. e C. J. Coyne (2015), a cura di, *The Oxford Handbook of Austrian Economics*, Oxford University Press, Oxford and New York.
- Bofinger P. (2006), *Wir sind besser, als wir glauben. Wohlstand für alle*, Rohwolt Taschenbuch Verlag, Reinbek bei Hamburg.
- Bofinger P. (2011), Teaching Macroeconomics after the Crisis, *Würzburg Economic Papers*, No. 86.
- Bofinger P. (2012), *Zurück zur D-Mark? Deutschland braucht den Euro*, Droemer Verlag, München.
- Bofinger P. (2016), *German macroeconomics: the long shadow of Walter Eucken*, in Bratsiotis G. e D. Cobham (2016), a cura di, *German macro: how it's different and why that matters*, European Policy Centre, pp. 8-19, disponibile online all'indirizzo:

http://www.epc.eu/pub_details.php?cat_id=17&pub_id=6497, consultato il 15 ottobre 2017.

- Bofinger P., Mayer E. e T. Wollmershäuser (2006), The BMW Model: A New Framework for Teaching Monetary Economics, *Journal of Economic Education*, 37 (1), pp. 98-117.
- Bofinger P., Horn G. A., Schmid K. D. e T. van Treeck (2015), a cura di, *Thomas Piketty und die Verteilungsfrage. Analysen, Bewertungen und wirtschaftspolitische Implikationen für Deutschland*, SE Publishing.
- Böhm F. (1982), *The Non-State («Natural») Laws Inherent in a Competitive Economy*, in Ludwig-Erhard-Stiftung e.v. Bonn (1982), a cura di, *Standard Texts on the Social Market Economy: Two Centuries of Discussion*, Gustav Fisher, Stuttgart, New York, pp. 107-114.
- Böhm F., Eucken W. e H. Grossmann-Doerth (1936), *Unsere Aufgabe*, rist. in Goldschmidt N. e M. Wohlgemuth (2008), a cura di, *Grundtexte der Freiburger Tradition der Ordnungsökonomik*, Mohr Siebeck, Tübingen, pp. 27-37, ed. it.: *Il nostro compito. Il manifesto dell'ordoliberalismo del 1936*, in Forte F. e F. Felice (2010), a cura di, *Il liberalismo delle regole. Genesi ed eredità dell'economia sociale di mercato*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 47-60.
- Böhm-Bawerk E. (1884), *Kapital und Kapitalzins. Geschichte und Kritik der Kapitalzins-Theorien*, Wagner, Innsbruck, ed. it.: *Storia e critica delle teorie dell'interesse*, Archivio Guido Izzi, Roma, vol. 1, 1986, vol. 2, 1995, vol. 3, 1996.
- Böhm-Bawerk E. (1889), *Kapital und Kapitalzins. Positive Theorie des Kapitals*, Wagner, Innsbruck, ed. it.: *Capitale Valore Interesse*, Archivio Guido Izzi, Roma 1998.
- Boianovsky M. e H. M. Trautwein (2006), Wicksell after Woodford, *Journal of the History of Economic Thought*, 28 (2), pp. 171-185.
- Boitani A. (2014), *Macroeconomia*, seconda edizione, il Mulino, Bologna.
- Bolaffi A. (2013), *Cuore tedesco. Il modello Germania, l'Italia e la crisi europea*, Donzelli Editore, Roma.
- Bonefeld W. (2012), Freedom and the Strong State: On German Ordoliberalism, *New Political Economy*, 17 (3), pp. 1-24.
- Boote R. (2012), *Leaving the Euro: A Practical Guide*, in *Wolfson Economics Prize MMXII*, Policy Exchange, London, pp. 5-117.
- Bordo M. D. e H. James (2013), The European Crisis in the Context of the History of Previous Financial Crises, *NBER Working Paper*, No. 19112.
- Bordo M. D. e F. E. Kydland (1995), The Gold Standard as a Rule: An Essay in Exploration, *Explorations in Economic History*, 32, pp. 423-464.
- Borio C. (2008), The financial turmoil of 2007 -?: a preliminary assessment and some policy considerations, *BIS Working Paper*, No. 251.

- Borio C. (2011), Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability Policy: Journey, Challenges and a Way Forward, *Annual Review of Financial Economics*, 3 (1), pp. 87-117.
- Borio C. (2012), The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?, *BIS Working Paper*, No. 395, successivamente pubblicato nel 2014 come: The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?, *Journal of Banking and Finance*, 45 (C), pp. 182-198.
- Borio C. e P. Disyatat (2011), Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?, *BIS Working Papers*, No. 346.
- Borio C. e P. Disyatat (2015), Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously, *BIS Working Paper*, No. 525.
- Borio C. e P. Lowe (2002a), Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus, *BIS Working Paper*, No. 114.
- Borio C. e P. Lowe (2002b), Assessing the risk of banking crises, *BIS Quarterly Review*, pp. 43-54.
- Borio C. e W. White (2004), Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes, *BIS Working Papers*, No. 147.
- Borio C., McCauley R. e P. McGuire (2011), Global credit and domestic credit booms, *BIS Quarterly Review*, pp. 43-57.
- Bosworth B. P. e S. M. Collins (2003), The Empirics of Growth: An Update, *Brookings Papers on Economic Activity*, 34 (2), pp. 113-206.
- Botta A. (2014), Structural Asymmetries at the Roots of the Eurozone Crisis. What's New for Industrial Policy in the EU?, *PSL Quarterly Review*, 67 (269), pp. 169-216.
- Brancaccio E. (2012), Current account imbalances, the Eurozone crisis and a proposal for a European wage standard, *International Journal of Political Economy*, 41 (1), pp. 47-65.
- Brancaccio E. (2017), *Anti-Blanchard. Un approccio comparato allo studio della macroeconomia*, terza edizione, FrancoAngeli, Milano.
- Brancaccio E. e M. Passarella (2012), *L'austerità è di destra. E sta distruggendo l'Europa*, il Saggiatore, Milano.
- Bratsiotis G. e D. Cobham (2016), a cura di, *German macro: how it's different and why that matters*, European Policy Centre, disponibile online all'indirizzo: http://www.epc.eu/pub_details.php?cat_id=17&pub_id=6497, consultato il 15 ottobre 2017.
- Bridel P. (1987), *Cambridge Monetary Thought. The Development of Saving-Investment Analysis from Marshall to Keynes*, St. Martin's Press, New York.
- Broner F., Didier T., Erce A. e S. L. Schmukler (2013), Gross capital flows: Dynamics and crises, *Journal of Monetary Economics*, 60, pp. 113-133.

- Brunnermeier M. K., James H. e J. P. Landau (2016), *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Buchanan J. M. e R. E. Wagner (1977), *Democracy in Deficit. The Political Legacy of Lord Keynes*, Academic Press, London, ed. it.: *La democrazia in deficit. L'eredità politica di Lord Keynes*, Armando Editore, Roma 1997.
- Buiter W. H. (2009), *The unfortunate uselessness of most 'state of the art' academic monetary economics*, VoxEU, Research-based policy analysis and commentary from leading economists, disponibile online all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2492949>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Butler E. (2010), *Austrian Economics: A Primer*, Adam Smith Institute, London, ed. it.: *La scuola austriaca di economia. Un'introduzione*, IBL Libri, Torino 2014.
- Caballero R. J., Farhi E. e P. O. Gourinchas (2008), An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates, *American Economic Review*, 98 (1), pp. 358-393.
- Caffè F. (1990), *La solitudine del riformista*, Bollati Boringhieri, Torino.
- Caffè F. (2014), *In difesa del welfare state. Saggi di politica economica*, seconda edizione, Rosenberg & Sellier, Torino.
- Campanella F. (1992), *L'economia neoclassica*, Gianni Iuculano Editore, Pavia.
- Canfora L. (2012), *È l'Europa che ce lo chiede. Falso!*, Laterza, Roma-Bari.
- Cannan E. (1921), The Meaning of Bank Deposits, *Economica*, 1 (1), pp. 28-36.
- Carabelli A. e M. A. Cedrini (2014a), Chapter 18 of the *General Theory* 'further analysed': economics as a way of thinking, *Cambridge Journal of Economics*, 38, pp. 23-47.
- Carabelli A. e M. Cedrini (2014b), *Secondo Keynes. Il disordine del neoliberalismo e le speranze di una nuova Bretton Woods*, Castelvecchi, Roma.
- Carandini G. (2005), *Un altro Marx. Lo scienziato liberato dall'utopia*, Laterza, Roma-Bari.
- Carlin W. e D. Soskice (2004), The 3-equation New Keynesian Model: A graphical Exposition, *CEPR Discussion Paper*, No. 4588, successivamente pubblicato nel 2005 come: The 3-equation New Keynesian Model – A graphical Exposition, *Contributions to Macroeconomics*, 5 (1), pp. 1-36.
- Carlin W. e D. Soskice (2006), *Macroeconomics: Imperfections, Institutions, and Policies*, Oxford University Press, Oxford.
- Carlin W. e D. Soskice (2009a), *Teaching Intermediate Macroeconomics using the 3-Equation Model*, in Fontana G. e M. Setterfield (2009), a cura di, *Macroeconomic Theory and Macroeconomic Pedagogy*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, New York, pp. 13-35.
- Carlin W. e D. Soskice (2009b), German economic performance: disentangling the role of supply-side reforms, macroeconomic policy and coordinated economy institutions, *Socio-Economic Review*, 7, pp. 67-99.

- Carlin W. e D. Soskice (2015), *Macroeconomics: Institutions, Instability, and the Financial System*, Oxford University Press, Oxford.
- Cassel D. e S. Rauhut (1998), *Soziale Marktwirtschaft: eine wirtschaftspolitische Konzeption auf dem Prüfstand*, in Cassel D. (1998), a cura di, *50 Jahre Soziale Marktwirtschaft: Ordnungstheoretische Grundlagen, Realisierungsprobleme und Zukunftsperspektiven einer wirtschaftspolitischen Konzeption*, Schriften zu Ordnungsfragen der Wirtschaft, Band 57, Stuttgart, pp. 3-31, ed. it.: *Economia sociale di mercato: una concezione di politica economica alla verifica*, in Forte F., Felice F. e C. Forte (2012), a cura di, *L'economia sociale di mercato e i suoi nemici*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 355-402.
- Cerutti E., Dagher J. e G. Dell'Ariccia (2015), Housing finance and real-estate booms: A cross-country perspective, *Journal of Housing Economics*, 38, pp. 1-13.
- Cesaratto S. (1999a), *New and old neoclassical growth theory: a critical assessment*, in Mongiovi G. e F. Petri (1999), a cura di, *Value, Distribution and Capital: Essays in Honour of Pierangelo Garegnani*, Routledge, London, pp. 220-242.
- Cesaratto S. (1999b), Savings and economic growth in neoclassical theory, *Cambridge Journal of Economics*, 23, pp. 771-793.
- Cesaratto S. (2013), *Controversial and novel features of the Eurozone crisis as a balance of payment crisis*, in Dejuán Ó., Febrero E. e J. Uxó (2013), a cura di, *Post-Keynesian Views of the Crisis and its Remedies*, Routledge, New York, pp. 111-129.
- Cesaratto S. (2015), L'organetto di Draghi: quattro lezioni critiche sulle misure non convenzionali della ECB sino al Quantitative Easing, a.p.s., associazione italiana per lo studio delle asimmetrie economiche, *Working Paper*, 2015/10.
- Cesaratto S. (2016a), *Sei lezioni di economia. Conoscenze necessarie per capire la crisi più lunga (e come uscirne)*, Imprimatur, Reggio Emilia.
- Cesaratto S. (2016b), Initial and Final Finance in the Monetary Circuit and the Theory of Effective Demand, *Metroeconomica*, 68 (2), pp. 228-258
- Cesaratto S. (2017a), Alternative interpretations of a stateless currency crisis, *Cambridge Journal of Economics*, 41 (4), pp. 977-998.
- Cesaratto S. (2017b), Una nessuna centomila – Le molte verità di Target2, Università di Siena, *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica e Statistica*, n. 751.
- Cesaratto S. (2017c), The nature of the eurocrisis. A reply to Febrero, Uxó and Bermejo, Università di Siena, *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica e Statistica*, n. 752.
- Cesaratto S. e M. Pivetti (2012), a cura di, *Oltre l'austerità*, Micromega.
- Cesaratto S. e A. Stirati (2010), Germany and the European and Global Crises, *International Journal of Political Economy*, 39 (4), pp. 56-86.
- Cesaroni T. e R. De Santis (2014), Current account “core-periphery dualism” in the EMU, Banca d'Italia, *Temi di Discussione*, Number 996 – November 2014.

- Chick V. (1986), The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest, *Économies et Sociétés*, 20 (8-9), pp. 771-797.
- Chiodi G. (1983), *La teoria monetaria di Wicksell*, La Nuova Italia Scientifica, Roma.
- Christiano L. J., Eichenbaum M. e C. L. Evans (2005), Normal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy, *Journal of Political Economy*, 113 (1), pp. 1-45.
- Churchill W. (1929), House of Commons, 227 HC Deb, 15 April, Hansard, 1928-29, c. 53.
- Ciccarone G. e C. Gnesutta (2009), *Moneta e finanza nell'economia contemporanea. Agenti, mercati e politiche*, Carocci Editore, Roma.
- Ciocca P. (2013), *Prometeo barcollante*, in Nardozzi G. e F. Silva (2013), a cura di, *La globalizzazione dopo la crisi*, Francesco Brioschi Editore, Milano, pp. 141-147.
- Cipolletta I. (2015), L'Europa non cresce perché ha deciso così, *L'Espresso*, 5 febbraio.
- Clarida R. e M. Gertler (1997), *How the Bundesbank Conducts Monetary Policy*, in Romer C. D. e D. H. Romer (1997), a cura di, *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, University of Chicago Press, Chicago and NBER Book Series Studies in Business Cycles, NBER, pp. 363-412.
- Clarida R., Gali J. e M. Gertler (1999), The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective, *Journal of Economic Literature*, 37 (4), pp. 1667-1707.
- Claus I., Haugh D., Scobie G. e J. Törnquist (2001), Saving and growth in an open economy, New Zealand Treasury, *Treasury Working Paper*, No. 01/32.
- Cobham D. (2016), *The weakness of the academic case for austerity*, in Bratsiotis G. e D. Cobham (2016), a cura di, *German macro: how it's different and why that matters*, European Policy Centre, pp. 30-36, disponibile online all'indirizzo: http://www.epc.eu/pub_details.php?cat_id=17&pub_id=6497, consultato il 15 ottobre 2017.
- Cochran J. P. (2015), *Capital-Based Macroeconomics. Austrians, Keynes, and Keynesians*, in Boettke P. J. e C. J. Coyne (2015), a cura di, *The Oxford Handbook of Austrian Economics*, Oxford University Press, Oxford and New York, pp. 164-185.
- Cockett R. (1995), *Thinking the Unthinkable. Think-tanks and the Economic Counter-Revolution 1931-1983*, Fontana Press, London.
- Coddington A. (1976), Keynesian Economics: The Search for First Principles, *Journal of Economic Literature*, 14 (4), pp. 1258-1273.
- Cohen A. J. (2010), Capital Controversy from Böhm-Bawerk to Bliss: Badly Posed or Very Deep Questions? or What "We" Can Learn from Capital Controversy Even if You Don't Care Who Won, *Journal of History of Economic Thought*, 32 (1), pp. 1-21.

- Cohen A. J. e G. C. Harcourt (2003), Whatever Happened to the Cambridge Capital Theory Controversies?, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (1), pp. 199-214.
- Commissione europea (2008), EMU@10. Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union, *European Economy*, 2/2008.
- Commissione europea (2010), *State aid: Scoreboard shows continued trend towards less and better targeted aid despite crisis-related spike*, disponibile online all'indirizzo: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-10-1635_en.htm, consultato il 15 ottobre 2017.
- Commissione europea (2011), *Eurostat yearbook 2011*, disponibile online all'indirizzo: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3217494/5729317/KS-CD-11-001-EN.PDF/2b62ee78-6f91-4341-9098-1f815ff42536?version=1.0>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Commissione europea (2012), *Eurostat yearbook 2012*, disponibile online all'indirizzo: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3217494/5760825/KS-CD-12-001-EN.PDF>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Congdon T. (2007), *Keynes, the Keynesians and Monetarism*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Connolly K. (2013), Leading German economist calls for dissolution of eurozone to save EU. Joachim Starbatty speaks out as breakaway Eurosceptic party Alternative für Deutschland holds founding conference, *The Guardian*, Sunday 14 April.
- Consiglio Europeo di Lisbona (2000), *Conclusioni della Presidenza*, disponibile online all'indirizzo: https://archivio.pubblica.istruzione.it/buongiorno_europa/allegati/lisbona2000.pdf, consultato il 15 ottobre 2017.
- Constâncio V. (2016) *The challenge of low real interest rates for monetary policy*, BCE, Lecture by Vitor Constâncio, Vice-President of the ECB, Macroeconomics Symposium at Utrecht School of Economics, 15 giugno, disponibile online all'indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160615.en.html>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Conti G. (2015), Le due 'terze vie': la regolazione macro e micro economica del capitalismo. Una riflessione, Università di Pisa, E-Papers del Dipartimento di Economia e Management, *Discussion Paper*, n. 195.
- Cottrell A. (1994), Postkeynesian Monetary Economics, *Cambridge Journal of Economics*, 18, pp. 587-605.
- Cour-Thimann P. (2013), Target Balances and the Crisis in the Euro Area, *CESifo Forum Special Issue*, April, Volume 14.
- Cour-Thimann P. e B. Winkler (2012), The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure, *Oxford Review of Economic Policy*, 28 (4), pp. 765-803.

- Cova P. e G. Ferrero (2015), Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, Numero 270 - Aprile.
- Cozzi T. e S. Zamagni (1994), *Economia politica*, terza edizione, il Mulino, Bologna.
- Crafts N. e P. Fearon (2013a), a cura di, *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today*, Oxford University Press, Oxford and New York.
- Crafts N. e P. Fearon (2013b), *Depression and Recovery in the 1930s: An Overview*, in Crafts N. e P. Fearon (2013), a cura di, *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today*, Oxford University Press, Oxford and New York, pp. 1-44.
- Crafts N. e P. Fearon (2013c), *The 1930s: Understanding the Lessons*, in Crafts N. e P. Fearon (2013), a cura di, *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today*, Oxford University Press, Oxford and New York, pp. 45-73.
- Creel J. e M. Sawyer (2009), a cura di, *Current Thinking on Fiscal Policy*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, UK.
- Crick W. F. (1927), The Genesis of Bank Deposits, *Economica*, 7 (20), pp. 191-202.
- Crotty J. (2011), The great austerity war: what caused the US deficit crisis and who should pay to fix it?, *Cambridge Journal of Economics*, 36 (1), pp. 79-104.
- Crouch C. (2011), *The strange non-death of neoliberalism*, Polity Press, Cambridge, UK, ed. it.: *Il potere dei giganti. Perché la crisi non ha sconfitto il neoliberismo*, Laterza, Roma-Bari 2012.
- Dalziel P. (1996), The Keynesian Multiplier, Liquidity Preference, and Endogenous Money, *Journal of Post Keynesian Economics*, 18 (3), pp. 311-331.
- Dalziel P. (2001), *Money, Credit and Price Stability*, Routledge, London and New York.
- D'Amato J. (2005), The role of the natural rate of interest in monetary policy, *CESifo Economic Studies*, 4 (1), pp. 729-755.
- D'Antoni M. e R. Mazzocchi (2012), *L'Europa non è finita. Uscire dalla crisi rilanciando il modello sociale europeo*, Editori Internazionali Riuniti, Roma.
- D'Apice V. e G. Ferri (2009), *L'instabilità finanziaria: dalla crisi asiatica ai mutui subprime*, Carocci Editore, Roma.
- Dardot P. e C. Laval (2009), *La nouvelle raison du monde: Essai sur la société néolibérale*, La Découverte, Paris, ed. it.: *La nuova ragione del mondo. Critica della razionalità neoliberista*, DeriveApprodi, Roma 2013.
- Davidson P. (1994), *Post Keynesian Macroeconomic Theory*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Davidson P. (2001), The Principle of Effective Demand: Another View, *Journal of Post Keynesian Economics*, 23 (3), pp. 391-409.
- Davidson P. (2007), *John Maynard Keynes*, Macmillan, London.

- Davidson P. (2010), *Risk and Uncertainty*, in Skidelsky R. e C. Westerlind Wigström (2010), a cura di, *The Economic Crisis and the State of Economics*, Palgrave Macmillan, New York, pp. 13-29.
- De Aguirre J. A. (2014), *Lecciones breves de una crisis económica, 2007-2014*, Unión Editorial, Madrid, ed. it.: *La lezione della crisi economica. Quello che è stato e quello che verrà*, Rubbettino, Soveria Mannelli 2014.
- De Cecco M. (1993), Italia, partiti e il keynesismo delinquenziale, *La Repubblica*, 16 aprile.
- De Cecco M. (2013), *Ma cos'è questa crisi. L'Italia, l'Europa e la seconda globalizzazione (2007-2013)*, Donzelli Editore, Roma.
- Degli Esposti, Giacomini e Righi (2011), *Conversazione con Romano Prodi e Jacques Delors. Dieci anni con l'euro in tasca*, Aliberti Editore, Reggio Emilia.
- De Grauwe P. (2012), The Governance of a Fragile Eurozone, *Australian Economic Review*, 45 (3), pp. 255-268.
- De Grauwe P. (2012), *Economics of Monetary Union*, ninth edition, Oxford University Press, Oxford.
- De Grauwe P. (2013), Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed?, *LSE 'Europe in Question' Discussion Paper Series*, LEQS Paper No. 57/2013.
- Dejuán Ó., Febrero E. e J. Uxó (2013), a cura di, *Post-Keynesian Views of the Crisis and its Remedies*, Routledge, New York.
- Delli Gatti D. (2008), La crisi dei mutui subprime. Un'analisi delle cause, *Osservatorio monetario*, 1, pp. 28-58.
- Delli Gatti D. e M. Gallegati (2001), *Macroeconomia. Fatti, teorie, politiche*, Giappichelli, Torino.
- De Long J. B. (2000), The Triumph of Monetarism?, *Journal of Economic Perspectives*, 14 (1), pp. 83-94.
- Demigüç-Kunt A. e E. Detragiache (1997), The determinants of banking crises: evidence from developing and developed countries, *IMF Working Paper*, WP/97/106.
- Demigüç-Kunt A. e E. Detragiache (1998), Financial liberalisation and financial fragility, *IMF Working Paper*, WP/98/83.
- Denord F. e A. Schwartz (2009), *L'Europe sociale n'aura pas lieu*, Raisons d'agir, Paris.
- Denord F., Knaebel R. e P. Rimbart (2015), L'ordolibéralisme allemand, cage de fer pour le Vieux Continent, *Le Monde Diplomatique*, agosto, disponibile online all'indirizzo: <https://www.monde-diplomatique.fr/2015/08/DENORD/53518>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Desai M. (2010), *Hayek: Another Perspective*, in Skidelsky R. e C. Westerlind Wigström (2010), a cura di, *The Economic Crisis and the State of Economics*, Palgrave Macmillan, New York, pp. 61-66.

- De Vecchi N. (1982), *Capitale*, Dizionario di Economia Politica, diretto da Lunghini G., vol. 1, Bollati Boringhieri, Torino, pp. 13-90.
- De Vecchi N. (1983), *Crisi*, Dizionario di Economia Politica, diretto da Lunghini G., vol. 8, Bollati Boringhieri, Torino, pp. 223-299.
- De Vecchi N. (1993), *Schumpeter viennese. Imprenditori, istituzioni e riproduzione del capitale*, Bollati Boringhieri, Torino.
- De Vecchi N. (2008), *Moneta ed economia reale (con un'appendice sull'economia aperta)*, Dispensa del Corso di macroeconomia, Università di Pavia, Facoltà di Economia.
- Diamond D. W. (1984), Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, 51 (3), pp. 393-414.
- Dietze C., Eucken W. e A. Lampe (1942), *Wirtschafts- und Sozialordnung*, in Thielicke H. e P. von Bismarck (1979), a cura di, *In der Stunde Null. Die Denkschrift des Freiburger „Bonhoeffer-Kreises“: Politische Gemeinschaftsordnung. Ein Versuch zur Selbstbestimmung des christlichen Gewissens in den politischen Nöten unserer Zeit*, Mohr Siebeck, Tübingen, pp. 128-145, ed. it.: *Ordine economico e sociale*, in Forte F. e F. Felice (2010), a cura di, *Il liberalismo delle regole. Genesi ed eredità dell'economia sociale di mercato*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 121-140.
- Dillard D. (1948), *The Economics of John Maynard Keynes: The Theory of a Monetary Economy*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New York.
- Dillard D. (1987), Money as an Institution of Capitalism, *Journal of Economic Issues*, 21 (4), pp. 1623-1647.
- Dimand R. W. (1993), 100 Percent Money: Irving Fisher and Banking Reform in the 1930s, *History of Economic Ideas*, 1 (2), pp. 59-76.
- Disyatat P. (2008), Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences, *BIS Working Papers*, No. 269.
- Disyatat P. (2010), Inflation targeting, asset prices and financial imbalances: Contextualizing the debate, *Journal of Financial Stability*, 6 (3), pp. 145-155.
- Disyatat P. (2011), The Bank Lending Channel Revisited, *Journal of Money, Credit and Banking*, 43 (4), pp. 711-734.
- Dixon K. (1998), *Les évangélistes du marché: les intellectuels britanniques et le néo-libéralisme*, Raisons d'agir, Paris.
- Donzelli F. (1986), *Il concetto di equilibrio nella teoria economica austriaca*, La Nuova Italia Scientifica, Roma.
- Donzelli F. (1988), *Introduzione*, in Hayek (1988), *Conoscenza, mercato, pianificazione. Saggi di economia e di epistemologia*, il Mulino, Bologna, pp. 9-91.
- Dore R. (2000), *Stock Market Capitalism, Welfare Capitalism: Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford University Press, Oxford, ed. it.: *Capitalismo di borsa o capitalismo di welfare?*, il Mulino, Bologna 2001.
- Dore R. (2009): *Finanza pigliatutto*; il Mulino, Bologna.

- Dosi G. (2012), *Economic Coordination and Dynamics: Some Elements of an Alternative “Evolutionary” Paradigm*, in Dosi (2012), *Economic Organization, Industrial Dynamics, and Development. Selected Essays*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Dosi G., Fagiolo G. e A. Roventini (2010), Schumpeter Meeting Keynes: A Policy-Friendly Model of Endogenous Growth and Business Cycles, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 34 (9), pp. 1748-1767.
- Dosi G., Napoletano M., Roventini A. e T. Treibich (2014), The Short- and Long-Run Damages of Fiscal Austerity: Keynes beyond Schumpeter, *LEM Working Paper Series*, 2014/22.
- Dow S. C. (1997), *Endogenous Money*, in Harcourt G. C. e P. A. Riach (1997), a cura di, *A ‘Second Edition’ of The General Theory*, vol. 2, Routledge, London and New York, pp. 61-78.
- Dowd K. (2000), *The invisible hand and the evolution of the monetary system*, in Smithin J. N. (2000), a cura di, *What is Money?*, Routledge, London, New York, pp. 139-156.
- Dowd K. (2015), *Free Banking*, in Boettke P. J. e C. J. Coyne (2015), a cura di, *The Oxford Handbook of Austrian Economics*, Oxford University Press, Oxford and New York, pp. 213-244.
- Draghi M. (2013), *Opening remarks at the session “Rethinking the Limitations of Monetary Policy”*, Speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the farewell conference honouring Governor Stanley Fisher, The Israel Museum, Jerusalem, 18 giugno, disponibile online all’indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130618.en.html>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Draghi M. (2016a), *Addressing the causes of low interest rates*, BCE, Introductory speech by Mario Draghi, President of the ECB, held at a panel on “The future of financial markets: A changing view of Asia” at the Annual Meeting of the Asian Development Bank, Frankfurt am Main, 2 maggio, disponibile online all’indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.en.html>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Draghi M. (2016b), *Delivering a symmetric mandate with asymmetric tools: monetary policy in a context of low interest rates*, BCE, Speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the ceremony to mark the 200th anniversary of the Oesterreichische Nationalbank, 2 giugno, disponibile online all’indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160628.en.html>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Drehmann M., Borio C. e K. Tsatsaronis (2012), Characterising the financial cycle: don’t lose sight of the medium term!, *BIS Working Papers*, No. 380.
- Dullien S. e U. Guérot (2012), The Long Shadow of Ordoliberalism: Germany’s Approach to the Euro Crisis, European Council on Foreign Relations, *Policy Brief*, ECFR/49.

- Easley D. e J. Kleinberg (2010), *Networks, Crowds, and Markets: Reasoning about a Highly Connected World*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Ebeling R. M. (2001), *Austrian Macroeconomics*, disponibile online all'indirizzo: <https://mises.org/print/6634>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Eggertson G. B. e P. Krugman (2012), Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach, *Quarterly Journal of Economics*, 127 /3), pp. 1469-1513.
- Eichengreen B. (1992), *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*, Oxford University Press, Oxford and New York, ed. it.: *Gabbie d'oro. Il «gold standard» e la Grande depressione 1919-1939*, Cariplo-Laterza, Milano, Roma-Bari 1994.
- Eichengreen B. (1993), European Monetary Unification, *Journal of Economic Literature*, 31, pp. 1321-1357.
- Eichengreen B. (1996), *Déjà vu all over again: lessons from the gold standard for European monetary unification*, in Bayoumi T., Eichengreen B. e M. P. Taylor (1996), a cura di, *Modern perspectives on the gold standard*, Cambridge University Press, New York, pp. 365-387.
- Eichengreen B. (1997), *European Monetary Unification. Theory, Practice, and Analysis*, The MIT Press, Cambridge Massachusetts, London, England.
- Eichengreen B. (2006), *The European Economy since 1945. Coordinated Capitalism and Beyond*, Princeton University Press, Princeton, ed. it.: *La nascita dell'economia europea. Dalla svolta del 1945 alla sfida dell'innovazione*, il Saggiatore, Milano 2009.
- Eichengreen B. (2008), *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, second edition, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Eichengreen B. (2010), *The Breakup of the Euro Area*, in Alesina A. e F. Giavazzi (2010), a cura di, *Europe and the Euro*, University of Chicago Press, Chicago and London, pp. 11-56.
- Eichengreen B. (2015), *Hall of Mirrors. The Great Depression, the Great Recession, and the Uses – and Misuses – of History*, Oxford University Press, New York.
- Eichengreen B. e M. Flandreau (1997), a cura di, *The Gold Standard in Theory and History*, second edition, Routledge, London and New York.
- Eichengreen B. e K. Mitchener (2003), *The Great Depression as a Credit Boom Gone Wrong*, BIS Working Paper, No. 137, successivamente pubblicato nel 2004 come: *The Great Depression as a Credit Boom Gone Wrong*, in Walcott S. e C. Hanes (2004), a cura di, *Research in Economic History*, Volume 22, Emerald Group Publishing Limited, pp. 183-237.
- Eichengreen B. e K. H. O'Rourke (2009), *A Tale of two Depressions*, disponibile online all'indirizzo: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.520.3990&rep=rep1&type=pdf>, consultato il 15 ottobre 2017.

- Eichengreen B. e K. H. O'Rourke (2010), *What do the new data tell us?*, disponibile online all'indirizzo: <http://voxeu.org/article/tale-two-depressions-what-do-new-data-tell-us-february-2010-update>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Eichengreen B. e K. H. O'Rourke (2012) *A tale of two depressions redux*, disponibile online all'indirizzo: [file:///Users/andreakaljzic/Documents/Eichengreen%20O'Rourke%20\(2012\).webarchive](file:///Users/andreakaljzic/Documents/Eichengreen%20O'Rourke%20(2012).webarchive), consultato il 15 ottobre 2017.
- Eichengreen B. e P. Temin (2000), The Gold Standard and the Great Depression, *Contemporary European History*, 9 (2), pp. 183-207.
- Eichengreen B. e P. Temin (2013), *Fetters of Gold and Paper*, in Crafts N. e P. Fearon (2013), a cura di, *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today*, Oxford University Press, Oxford and New York, pp. 429-448.
- Eichner A. S. e J. A. Kregel (1975), An Essay on Post-Keynesian Theory: A New Paradigm in Economics, *Journal of Economic Literature*, 13 (4), pp. 1293-1311.
- Einaudi L. (1933), A proposito di J.M. Keynes, *The Means to Prosperity*, Macmillan and Co., London 1933, in *La Riforma sociale*, n. 3-4, pp. 129-142, ristampato in Einaudi L. (2012), *Il mio piano non è quello di Keynes. Moneta, deficit e crisi*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 203-218.
- Einaudi L. (1956), *Lo scrittoio del Presidente (1948-1955)*, Einaudi, Torino.
- Einaudi L. (1958), *È un semplice riempitivo!*, in Einaudi L. (1958), *Prediche inutili*, Giulio Einaudi Editore, Torino, pp. 296-314.
- Ellis H. S. (1934), *German Monetary Theory*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Enzensberger H. M. (2011), *Sanftes Monster Brüssel oder die Entmündigung Europas*, Suhrkamp Verlag, Berlin, ed. it.: *Il mostro buono di Bruxelles, ovvero l'Europa sotto tutela*, ebook, Giulio Einaudi Editore, Torino 2013.
- Epstein G. E. (2005), a cura di, *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar.
- Erhard L. (1957), *Wohlstand für alle*, 8. Auflage, Anaconda Verlag, Köln 2009 [1964], ed. it. (basata sulla prima edizione tedesca del 1957): *Benessere per tutti*, Garzanti, Milano 1958.
- Estrella A. e J. C. Fuhrer (2002), Dynamic inconsistencies: Counterfactual implications of a class of rational-expectations models, *American Economic Review*, 92 (4), pp. 1013-1028.
- Estrin S. e D. Laidler (1995), *Introduction to Microeconomics*, fourth edition, Pearson Education, Harlow, UK.
- Eucken W. (1940), *Die Grundlagen der Nationalökonomie*, vierte Auflage (Unveränderter Abdruck der dritten, durchgearbeiteten Auflage), Verlag von Gustav Fischer in Jena 1944, ed. ing.: *The Foundations of Economics. History and Theory in the Analysis of Economic Reality*, William Hodge and Company Limited, London 1950.

- Eucken W. (1951), *This Unsuccessful Age or The Pains of Economic Progress*, William Hodge & Co., London-Edinburgh-Glasgow.
- Eucken W. (1952), *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*, 7. Auflage, Mohr Siebeck, Tübingen 2004.
- Fama E. F. (1965), The behavior of stock-market prices, *Journal of Business*, 38 (1), pp. 34-105.
- Fama E. F. (1976), *Foundations of Finance. Portfolio Decisions and Securities Prices*, Basic Books, New York.
- Fama E. F. (1985), What's Different About Banks?, *Journal of Monetary Economics*, 15, pp. 29-39.
- Fazi T. e G. Iodice (2014), *The Battle for Europe: How an Elite Hijacked a Continent – and How We Can Take It Back*, Pluto Press, London, ed. it.: *La battaglia contro l'Europa*, Fazi Editore, Roma 2016.
- Febrero E. e J. Uxó (2013), Understanding TARGET2 imbalances from an endogenous money view, Universidad de Castilla – La Mancha, Departamento de Análisis Económico y Finanzas, *Documentos de Trabajo*, DT-DAEF 2013/2.
- Febrero E., Uxó J. e F. Bermejo (2017), The financial crisis in the Euro Zone. A balance of payments crisis with a single currency?, *Review of Keynesian Economics*, forthcoming.
- Feinstein C. H., Temin P. e G. Toniolo (2008), *The World Economy Between the World Wars*, Oxford University Press, Oxford and New York.
- Feld L. P. (2012), Europa in der Welt von heute: Wilhelm Röpke und die Zukunft der Europäischen Währungsunion, *ORDO*, 63 (1), pp. 403-427.
- Feld L. P. (2013), Zur Bedeutung des Manifests der Marktwirtschaft oder: Das Lambsdorff-Papier im 31. Jahr, *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 62 (3), pp. 227-243.
- Feld L. P. (2016), *Is German (macro-)economic policy different?*, in Bratsiotis G. e D. Cobham (2016), a cura di, *German macro: how it's different and why that matters*, European Policy Centre, pp. 43-55, disponibile online all'indirizzo: http://www.epc.eu/pub_details.php?cat_id=17&pub_id=6497, consultato il 15 ottobre 2017.
- Feld L. P., Köhler E. A. e D. Nientiedt (2015), Ordoliberalism, Pragmatism and the Eurozone Crisis: How the German Tradition Shaped Economic Policy in Europe, CESifo, *Working Paper*, No. 5368.
- Feldstein M. e C. Horioka (1980), Domestic Saving and International Capital Flows, *Economic Journal*, 90 (358), pp. 314-329.
- Felice F. (2007), *Welfare Society. Dal paternalismo di Stato alla sussidiarietà orizzontale*, Rubbettino, Soveria Mannelli.
- Felice F. (2008), *L'economia sociale di mercato*, Rubbettino, Soveria Mannelli.
- Ferrera M. (2016), *Rotta di collisione. Euro contro Welfare?*, Laterza, Roma-Bari.

- Fest J. (1994), *Staatsstreich. Der lange Weg zum 20. Juli*, Wolf Jobst Siedler Verlag, Berlin, ed. it.: *Obiettivo Hitler. La resistenza al nazismo e l'attentato del 20 luglio 1944*, Garzanti, Milano 1998.
- Festschrift für Arthur Spiethoff, AA. VV. (1933), *Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung*, mit einem Vorwort von Joseph Schumpeter, Duncker & Humblot, München.
- Fiorentini R. e G. Montani (2015), *The European Union and Supranational Political Economy*, Routledge, London and New York.
- Fisher I. (1907), *The Rate of Interest*, Macmillan, New York.
- Fisher I. (1911), *The Purchasing Power of Money*, Macmillan, New York.
- Fisher I. (1933), The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*, 1 (4), pp. 337-357.
- Fisher I. (1936), 100% Money and the Public Debt, *Economic Forum*, Spring Number, pp. 406-420.
- Fisher S. (1977), Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule, *Journal of Political Economy*, 85 (1), pp. 191-205.
- Fisher S. (2016), Monetary Policy, Financial Stability, and the Zero Lower Bound, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 106 (5), pp. 39-42.
- Fitoussi J. P. (2013), *Le Théorème du lampadaire*, Éditions Les Liens qui Libèrent, Paris, ed. it.: *Il teorema del lampione. O come mettere fine alla sofferenza sociale*, Einaudi, Torino 2013.
- Fitoussi J. P. e F. Saraceno (2013), European economic governance: the Berlin-Washington Consensus, *Cambridge Journal of Economics*, 37, pp. 479-496.
- Flassbeck H. (2012), *Zehn Mythen der Krise*, Suhrkamp Verlag, Berlin.
- Flassbeck H. (2014), *66 starke Thesen zum Euro, zur Wirtschaftspolitik und zum deutschen Wesen*, Westend Verlag, Frankfurt am Main.
- Flassbeck H. e C. Lapavistas (2015), *Against the Troika*, Verso Books, New York, ed. it.: *Contro la Trojka. Crisi e austerità nell'eurozona*, Asterios, Trieste.
- Florio A., Lossani, M. e G. Nardozi (2013), *Dalla crisi finanziaria globale a nuove regole monetarie*, Rubbettino, Soveria Mannelli.
- FMI (2003), When Bubbles Burst, *World Economic Outlook*, April, pp. 61-94.
- FMI (2009a), Global Prospects and Policies, *World Economic Outlook*, April, pp. 1-62.
- FMI (2009b), Global Prospects and Policies, *World Economic Outlook*, October, pp. 1-65.
- FMI (2008), The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy, *World Economic Outlook*, April, pp. 103-132.
- FMI (2014), Perspectives on Global Real Interest Rates, *World Economic Outlook*, April, pp. 81-112.

- Folz W. J. (1970), *Das geldtheoretische und geldpolitische Werk Walter Euckens*, Volkswirtschaftliche Schriften, Heft 150, Duncker & Humblot, Berlin.
- Fontana G. (2003), Post Keynesian Approaches to Endogenous Money: A Time Framework Explanation, *Review of Political Economy*, 15 (3), pp. 291-314.
- Fontana G. (2006), *Keynesian Uncertainty and Money*, in Arestis P. e M. Sawyer (2006), a cura di, *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, pp. .
- Fontana G. (2012), Why money matters: Wicksell, Keynes, and the new consensus view on monetary policy, *Journal of Post Keynesian Economics*, 30 (1), pp. 43-60.
- Fontana G. e A. Palacio-Vera (2002), Monetary policy rules: What are we learning?, *Journal of Post Keynesian Economics*, 24 (4), pp. 547-568.
- Fontana G. e M. Setterfield (2009), a cura di, *Macroeconomic Theory and Macroeconomic Pedagogy*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, New York.
- Forestieri G. (2009), *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano.
- Forte F. (2008), Come evitare di far pasticci sull'economia sociale di mercato, *Il Foglio*, 26 agosto.
- Forte F. (2016), *Einaudi versus Keynes. Due grandi del Novecento e la crisi dei giorni nostri*, IBL Libri, Torino.
- Forte F. e F. Felice (2010), a cura di, *Il liberalismo delle regole. Genesi ed eredità dell'economia sociale di mercato*, Rubbettino, Soveria Mannelli.
- Forte F. e R. Marchionatti (2012), Luigi Einaudi's economics of liberalism, *European Journal of the History of Economic Thought*, 19 (4), pp. 587-624.
- Forte F., Felice F. e C. Forte (2012), a cura di, *L'economia sociale di mercato e i suoi nemici*, Rubbettino, Soveria Mannelli.
- Frankel M. (1962), The Production Function in Allocation and Growth: A Synthesis, *American Economic Review*, 52, pp. 995-1002.
- Franz W., Fuest C., Hellwig M. e H. W. Sinn (2010), A Euro Rescue Plan, *CESifo Forum Special*, 2/2010.
- Fratzscher M. (2014), *Die Deutschland-Illusion. Warum wir unsere Wirtschaft überschätzen und Europa brauchen*, Carl Hanser Verlag, München.
- Fratzscher M. (2016), *Verteilungskampf. Warum Deutschland immer ungleicher wird*, Carl Hanser Verlag, München.
- Friedman B. M. (2000), Monetary Policy, *NBER Working Paper*, No. 8057.
- Friedman M. (1951), Commodity-Reserve Currency, *Journal of Political Economy*, 59 (3), pp. 203-232.
- Friedman M. (1953), *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago.

- Friedman M. (1962), *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press, Chicago, ed. it.: *Capitalismo e libertà*, IBL Libri, Torino 2010.
- Friedman M. (1968), The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*, 58 (1), pp. 1-17, ed. it.: *Il ruolo della politica monetaria*, in Friedman M. (1996), *Metodo, consumo e moneta*, il Mulino, Bologna, pp. 271-294.
- Friedman M. (1970a), A Theoretical Framework for Monetary Analysis, *Journal of Political Economy*, 78, pp. 193-238, ed. it.: *Un quadro monetario e fiscale per la stabilità economica*, in Friedman M. (1996), *Metodo, consumo e moneta*, il Mulino, Bologna, pp. 331-368.
- Friedman M. (1970b), The Counter-Revolution in Monetary Theory, Institute of Economic Affairs, London, *Occasional Paper*, n. 33, rist. in Friedman M. (1991), *Monetarist Economics*, Blackwell, Oxford, pp. 1-20.
- Friedman M. (1975), Unemployment versus Inflation? An Evaluation of the Phillips Curve, Institute of Economic Affairs, London, *Occasional Paper*, n. 44, rist. in Friedman M. (1991), *Monetarist Economics*, Blackwell, Oxford, pp. 63-86.
- Friedman M. (1977), Nobel Lecture: Inflation and Unemployment, *Journal of Political Economy*, 85 (3), pp. 451-472.
- Friedman (1984), Lessons from the 1979-82 Monetary Policy Experiment, *American Economic Review*, 74 (2), pp. 397-400.
- Friedman M. (1987), *Quantity Theory of Money*, in Eatwell J., Milgate M. e P. Newman (1987), a cura di, *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, vol. 4, Palgrave Macmillan, London, pp. 3-20.
- Friedman M. (1996), *Metodo, consumo e moneta*, il Mulino, Bologna.
- Friedman M. e R. D. Friedman (1980), *Free to Choose*, Harcourt Brace Jovanovich, New York, ed. it.: *Liberi di scegliere*, Longanesi, Milano 1981.
- Friedman M. e A. J. Schwartz (1963a), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton.
- Friedman M. e A. J. Schwartz (1963b), Money and Business Cycles, *Review of Economics and Statistics*, 45 (1), pp. 32-77, rist. in Friedman M. (1969), *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Aldine, Chicago, pp. 189-235.
- Friedman M. e A. J. Schwartz (1982), *Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: Their Relation to Income, Prices and Interest Rates 1867-1975*, University of Chicago Press, Chicago.
- Galanti E. (2013), a cura di, Cronologia della crisi 2007-2012, Banca d'Italia, *Quaderni di Ricerca Giuridica*, n. 72, Appendice.
- Galbraith James K. (2012), *Inequality and Instability. A Study of the World Economy Just Before the Great Crisis*, Oxford University Press, Oxford.
- Galbraith James K. (2014), *The End of Normal. The Great Crisis and the Future of Growth*, Simon & Schuster, New York.

- Galbraith James K. (2016), *Welcome to the Poisoned Chalice. The Destruction of Greece and the Future of Europe*, Yale University Press, New Haven & London.
- Galbraith John K. (1955) *The Great Crash 1929*, Houghton Mifflin, Boston, ed. it: *Il grande crollo*, Bur, Milano 2002.
- Galbraith John K. (1990), *A short history of financial euphoria*, Whittle Direct Book, New York, ed. it.: *Breve storia dell'euforia finanziaria*, Rizzoli, Milano 1991.
- Gali J. (2015), *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle. An Introduction to the New Keynesian Framework and Its Applications*, second edition, Princeton University Press, Princeton.
- Gallino L. (2009a), *L'impresa irresponsabile*, Einaudi, Torino.
- Gallino L. (2009b), *Il lavoro non è una merce. Contro la flessibilità*, Laterza, Roma-Bari.
- Gallino L. (2011), *Finanzcapitalismo. La civiltà del denaro in crisi*, Einaudi, Torino.
- Gallino L. (2013a), *Il colpo di Stato di banche e governi. L'attacco alla democrazia in Europa*, Einaudi, Torino.
- Gallino L. (2013b), *L'attacco allo stato sociale*, Quanti Einaudi, Torino, ebook.
- Gallo G. M. e B. Pacini (2002), *Metodi quantitativi per i mercati finanziari*, Carocci Editore, Roma.
- Gandolfo G. e M. Belloc (2009), *Fondamenti di economia internazionale*, Utet, Torino.
- Garofoli G. (2014), *Economia e politica economica in Italia. Lo sviluppo economico italiano dal 1945 ad oggi*, FrancoAngeli, Milano.
- Garofoli G. (2017), Virtuous and Vicious Circles: Lessons for Current European Policies from Italian Post-War Development, *The European Journal of Comparative Economics*, 14 (1), pp. 39-58.
- Garofoli G. e S. Holland (2017), Alternative Economic Policies in Europe: An Introduction, *The European Journal of Comparative Economics*, 14 (1), pp. 3-12.
- Garrison R. W. (1978), *Austrian Macroeconomics: A Diagrammatical Exposition*, in Spadaro L. (1978), a cura di, *New Directions in Austrian Economics*, Sheed, Andrews and McMeel, Kansas City, pp. 167-204.
- Garrison R. W. (1984), Time and Money: The Universals of Economic Theorizing, *Journal of Macroeconomics*, 6 (2), pp. 197-213.
- Garrison R. W. (1989), The Austrian Theory of the Business Cycle in the Light of Modern Macroeconomics, *Review of Austrian Economics*, 3, pp. 3-29.
- Garrison R. W. (1996a), *Introduction: The Austrian Theory in Perspective*, in Ebeling R. M. (1996), a cura di, *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, pp. 7-24.
- Garrison R. W. (1996b), *The Austrian Theory: A Summary*, in Ebeling R. M. (1996), a cura di, *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, pp. 111-122.

- Garrison R. W. (2001) *Time and Money. The macroeconomics of capital structure*, Routledge, London and New York.
- Garrison R. W. (2004), Overconsumption and Forced Saving in the Mises-Hayek Theory of the Business Cycle, *History of Political Economy*, 36 (2), pp. 323-349.
- Garrison R. W. (2005), *The Austrian school*, in Snowdon B. e H. R. Vane (2005), *Modern Macroeconomics. Its Origins, Development and Current State*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, pp. 474-516.
- Garrison R. W. (2009a), Mainstream Macro in an Austrian Nutshell, *The Freeman*, 59 (4), pp. 10-17.
- Garrison R. W. (2009b), Interest-Rate Targeting During the Great Moderation, *Cato Journal*, 29 (1), pp. 187-200.
- Gattei G. (1994), *Il difficile equilibrio. Studi di storia sul pensiero economico moderno*, Giappichelli, Torino.
- Gaul C. M. (2008), *Konjunkturprogramme in der Geschichte der Bundesrepublik Deutschland: Einordnung und Bewertung der Globalsteuerung von 1967 bis 1982*, Deutscher Bundestag, Wissenschaftliche Dienste, disponibile online all'indirizzo: <https://www.bundestag.de/blob/190470/cdd58467a0b827cc6cd3d366fe96383f/konjunkturprogramme-data.pdf>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Gazzetta ufficiale dell'Unione europea (2012), *Versione consolidata del trattato sull'Unione europea e del trattato sul funzionamento dell'Unione europea*, 2012/C 326/01, disponibile online all'indirizzo: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/HTML/?uri=OJ:C:2012:326:FULL>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Gerber D. J. (1994), Constitutionalizing the Economy: German Neo-Liberalism, Competition Law and the "New" Europe, *American Journal of Comparative Law*, 42 (1), pp. 25-84.
- Gerschenkron A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, ed. it.: *Il problema storico dell'arretratezza economica*, Einaudi, Torino 1965.
- Giacché V. (2012), *Titanic Europa. La crisi che non ci hanno raccontato*, Aliberti Editore, Roma.
- Giacché V. (2015), *Costituzione italiana contro Trattati europei. Il conflitto inevitabile*, Imprimatur, Reggio Emilia.
- Giavazzi F. e L. Spaventa (2010), Why the current account may matter in a monetary union: Lessons from the financial crisis in the Euro area, *CEPR Discussion Papers*, No. 8008.
- Giavazzi F. e G. Tabellini (2014), *How to jumpstart the Eurozone economy*, disponibile online all'indirizzo: <http://voxeu.org/article/how-jumpstart-eurozone-economy>, consultato il 15 ottobre 2017.

- Giannone D. e M. Lenza (2008), The Feldstein-Horioka Fact, *NBER International Seminar on Macroeconomics*, 6 (1), pp. 103-117.
- Ginzburg A. e A. Simonazzi (2017), Out of the Crisis. A radical change of strategy for the Eurozone, *The European Journal of Comparative Economics*, 14 (1), pp. 13-37.
- Giovando G. (2006), *La cartolarizzazione dei crediti*, Giappichelli, Torino.
- Glyn A. (2006), *Capitalism Unleashed. Finance, Globalization, and Welfare*, Oxford University Press, Oxford, ed. it.: *Capitalismo scatenato. Globalizzazione, competitività e welfare*, Francesco Brioschi Editore, Milano 2007.
- Godley W. (2012), *Maastricht and All That*, in Lavoie M. e G. Zezza (2012), a cura di, *The Stock-Flow Consistent Approach*, Palgrave Macmillan, London, pp. 189-193.
- Godley W., Papadimitriou D. B., Dos Santos S. H. e G. Zezza (2005), The United States and Her Creditors: Can the Symbiosis Last?, Levy Economics Institute of Bard College, *Strategic Analysis*, settembre.
- Godley W., Papadimitriou D. B., Hannsgen G. e G. Zezza (2007), The U.S. Economy: Is There A Way Out of the Woods?, Levy Economics Institute of Bard College, *Strategic Analysis*, novembre.
- Goldschmidt N. (2006), *Alfred Müller-Armack et Ludwig Erhard: le libéralisme social de marché*, in Nemo P. e J. Petitot (2006), a cura di, *Histoire du libéralisme en Europe*, PUF, Paris, pp. 953-984, ed. it.: *Alfred Müller-Armack e Ludwig Erhard: il liberalismo sociale di mercato*, in Nemo P. e J. Petitot (2013), a cura di, *Storia del liberalismo in Europa*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 837-864.
- Goldschmidt N. e M. Wohlgemuth (2008a), *Entstehung und Vermächtnis der Freiburger Tradition der Ordnungsökonomik*, in Goldschmidt N. e M. Wohlgemuth (2008), a cura di, *Grundtexte der Freiburger Tradition der Ordnungsökonomik*, Mohr Siebeck, Tübingen, pp. 1-16, ed. it.: *Nascita ed eredità della tradizione friburghese dell'economia dell'ordine*, in Forte F. e F. Felice (2010), a cura di, *Il liberalismo delle regole. Genesi ed eredità dell'economia sociale di mercato*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 61-79.
- Goldschmidt N. e M. Wohlgemuth (2008b), Social Market Economy: origins, meanings and interpretations, *Constitutional Political Economy*, 19 (3), pp. 261-276.
- González-Páramo (2011), *The ECB's monetary policy during the crisis*, Closing speech by José Manuel González-Páramo, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at the Tenth Economic Policy Conference, Málaga, 21 ottobre, disponibile online all'indirizzo: <https://www.bis.org/review/r111024b.pdf>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Goodfriend M. (2004), Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer, Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, 90 (3), pp. 21-45.
- Goodfriend M. e R. G. King (1997), *The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy*, NBER Macroeconomics Annual, vol. 12, pp. 231-296.

- Goodhart C. A. E. (1988), *The Evolution of Central Banks*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, ed. it.: *L'evoluzione delle banche centrali*, Cariplo-Laterza, Milano, Roma-Bari 1989.
- Goodhart C. A. E. (1989), The Conduct of Monetary Policy, *Economic Journal*, 99 (396), pp. 293-346.
- Goodhart C. A. E. (1998), The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas, *European Journal of Political Economy*, 14, pp. 407-432.
- Goodhart C. A. E. (2010), *Macro-Economic Failures*, in Skidelsky R. e C. Westerlind Wigström (2010), a cura di, *The Economic Crisis and the State of Economics*, Palgrave Macmillan, New York, pp. 53-59.
- Goodhart C. A. E. e G. Illing (2002), a cura di, *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort*, Oxford University Press, Oxford.
- Goodspeed T. B. (2012), *Rethinking the Keynesian Revolution. Keynes, Hayek, and the Wicksell Connection*, Oxford University Press, Oxford.
- Goodwin R. M. (1993) *Schumpeter and Keynes*, in Biasco S., Roncaglia A. e M. Salvati (1993), a cura di, *Markets and Institutions in Economic Development*, Macmillan, London.
- Gordon R. J. (1990), What Is New-Keynesian Economics?, *Journal of Economic Literature*, 28 (3), pp. 1115-1171.
- Gorton G. e A. Metrick (2012), Getting Up to Speed on the Financial Crisis: A One-Weekend-Reader's Guide, *Journal of Economic Literature*, 50 (1), pp. 128-150.
- Goulard S. e M. Monti (2012), *De la Démocratie en Europe*, Éditions Flammarion, Paris, ed. it.: *La democrazia in Europa. Guardare lontano*, BUR Rizzoli, Milano.
- Gourinchas P., Valdes R. e O. Landerretche (2001), Lending booms: Latin America and the world, *NBER Working Paper*, No. 8249.
- Graham B. (1937), *Storage and Stability. A Modern Ever-normal Granary*, McGraw-Hill, New York.
- Grahl J. e P. Teague (2013), Reconstructing the eurozone: the role of EU social policy, *Cambridge Journal of Economics*, 37, pp. 677-692.
- Graziani A. (1984), The Debate on Keynes's Finance Motive, *Economic Notes*, 1 (1), pp. 15-33.
- Graziani A. (1991), *Nuove interpretazioni dell'analisi monetaria di Keynes*, in Kregel J. A. (1991), a cura di, *Nuove interpretazioni dell'analisi monetaria di Keynes*, il Mulino, Bologna, pp. 15-42.
- Graziani A. (1994), *La teoria monetaria della produzione*, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Studi e Ricerche.
- Graziani A. (1996a), L'equilibrio fra risparmi e investimenti secondo Keynes e Hayek, *Rivista Italiana degli Economisti*, I (3), pp. 325-365.

- Graziani A. (1996b), *Money as Purchasing Power and Money as a Stock of Wealth in Keynesian Economic Thought*, in Nell E. J. e J. Deleplace (1996), a cura di, *Money in Motion*, Macmillan, London, pp. 139-154.
- Greenspan A. (1994), *Testimony by Alan Greenspan Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System before the Committee on the Budget US House of Representatives*, June 22, disponibile online all'indirizzo: <https://fraser.stlouisfed.org/search.php?q=it+is+germane+to+ask+what+policymakers&partialfields=partOf%3AStatements+and+Speeches+of+Alan+Greenspan>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Greenspan A. (2002), *Economic volatility*, Remarks by Chairman Alan Greenspan at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 30 agosto, disponibile online all'indirizzo: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20020830/>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Gros-Pietro G. M., Reviglio E. e A. Torrisi (2001), *Assetti proprietari e mercati finanziari europei*, il Mulino, Bologna.
- Haberler G. (1937), *Prosperity and Depression. A Theoretical Analysis of Cyclical Movements*, League of Nations, Geneva.
- Haberler G. (1996), *Money and the Business Cycle*, in Ebeling R. M. (1996), a cura di, *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, pp. 37-64.
- Habermas J. (2011), *Zur Verfassung Europas. Ein Essay*, Suhrkamp Verlag, Berlin, ed. it.: *Questa Europa è in crisi*, Laterza, Roma-Bari.
- Hagemann H. (2015), *The German Edition of Keynes's General Theory: Controversies on the Preface*, in Fiorito L. (2015), a cura di, *Research in the History of Economic Thought and Methodology*, Volume 32, Emerald Group Publishing Limited, pp. 159-166.
- Ha-Joon Chang (1994), *The Political Economy of Industrial Policy*, Palgrave Macmillan, London.
- Ha-Joon Chang (2002), *Kicking Away the Ladder. Development Strategy in Historical Perspective*, Anthem Press, London.
- Ha-Joon Chang (2007), *Bad Samaritans: Rich Nations, Poor Policies, and the Threat to the Developing World*, Random House Business Books, London, ed. it.: *Cattivi samaritani. Il mito del libero mercato e l'economia mondiale*, Università Bocconi Editore, Milano 2014.
- Hall P. A. (1989), a cura di, *The Political Power of Economic Ideas. Keynesianism across Nations*, Princeton University Press, Princeton.
- Hall P. A. e D. Soskice (2001), *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundation of Comparative Advantage*, Oxford University Press, Oxford.
- Hansen A. H. (1949), *Monetary Theory and Fiscal Policy*, McGraw-Hill, New York.

- Harcourt G. C. (1972), *Some Cambridge Controversies in the Theory of Capital*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, ed. it.: *La teoria del capitale: una controversia tra le due Cambridge*, ISEDI, Milano 1973.
- Harcourt G. C. (1987), *Post-keynesian Economics*, in Eatwell J., Milgate M. e P. Newman (1987), a cura di, *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, vol. 3, Palgrave Macmillan, London.
- Harcourt G. C. e P. Kriesler (2011), The enduring importance of *The General Theory*, *Review of Political Economy*, 23 (4), pp. 503-519.
- Harcourt G. C. e P. Kriesler (2013), a cura di, *The Oxford Handbook of Post-Keynesian Economics*, Oxford University Press, Oxford, vol. 1, *Theory and Origins*, pp. xii-623, vol. 2, *Critiques and Methodology*, pp. x-516.
- Harcourt G. C. e P. A. Riach (1997), a cura di, *A 'Second Edition' of The General Theory*, 2 volumi, Routledge, London and New York.
- Hardy D. e C. Pazarbasioglu (1999), Determinants and leading indicators of banking crises: further evidence, *IMF Staff Papers*, 46 (3), pp. 247-258.
- Hartwell R. M. (1995), *A History of the Mont Pelerin Society*, Liberty Fund, Indianapolis IN.
- Harvey D. (2005), *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford University Press, Oxford, ed. it.: *Breve storia del neoliberismo*, il Saggiatore, Milano 2007.
- Hassel A. (2014), The Paradox of Liberalization – Understanding Dualism and the Recovery of the German Political Economy, *British Journal of Industrial Relations*, 52 (1), pp. 57-81.
- Hawtrey R. G. (1925), Public Expenditure and the Demand for Labour, *Economica*, 5, pp. 38-48.
- Hayek F. A. (1925), Die Währungspolitik der vereinigten Staaten seit der Überwindung der Krise um 1920, *Zeitschrift der Volkswirtschaft und Sozialpolitik*, Nr. 5, Vol. 1-3, pp. 25-63 e Vol. 4-6, pp. 254-317, ed. ing. (parziale): *The Monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 Crisis*, in Hayek F. A. (1984), *Money, Capital, and Fluctuations: Early Essays* (a cura di McCloughry R.), Routledge & Kegan Paul, London and Henley, pp. 5-32.
- Hayek F. A. (1928), Das intertemporale Gleichgewichtssystem der Preise und die Bewegungen des 'Geldwertes', *Weltwirtschaftliches Archiv*, 2, pp. 33-76, ed. ing.: *Intertemporal Price equilibrium and Movements in the Value of Money*, in Hayek F. A. (1984), *Money, Capital, and Fluctuations: Early Essays* (a cura di McCloughry R.), Routledge & Kegan Paul, London and Henley, pp. 71-117.
- Hayek F. A. (1929), *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*, Österreichisches Institut für Konjunkturforschung, No. 1, Wien, ed. ing.: *Monetary Theory and the Trade Cycle* (traduzione del 1933 a opera di Kaldor N. e H. Croome), Martino Publishing, Mansfield Centre, CT 2012.

- Hayek F. A. (1935), *Prices and Production*, second edition (revised and enlarged), Augustus M. Kelly Publishers, New York, ed. it.: *Prezzi e produzione: il dibattito sulla moneta*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli 1990.
- Hayek F. A. (1939), *Profits, Interest and Investment, and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*, Augustus M. Kelly Publishers, Clifton, New Jersey 1975.
- Hayek F. A. (1937), *Economics and Knowledge*, in *Individualism and Economic Order*, Routledge & Kegan Paul, London and Henley 1949, pp. 33-56, ed. it.: *Economia e conoscenza*, in Hayek F. A. (1988), *Conoscenza, mercato, pianificazione. Saggi di economia e di epistemologia*, il Mulino, Bologna, pp. 227-252.
- Hayek F. A. (1942-4), *Scientism and the Study of Society*, in *The Counter-Revolution of Science. Studies on the Abuse of Reason*, The Free Press, Glencoe 1952, parte prima, pp. 13-102 e 207-221, ed. it.: *Lo scientismo e lo studio della società*, in Hayek F. A. (1988), *Conoscenza, mercato, pianificazione. Saggi di economia e di epistemologia*, il Mulino, Bologna, pp. 97-210.
- Hayek F. A. (1944), *The Road to Serfdom*, University of Chicago Press, Chicago, ed. it.: *La via della schiavitù*, Rubbettino, Soveria Mannelli 2011.
- Hayek F. A. (1946), *The Meaning of Competition*, in *Individualism and Economic Order*, Routledge & Kegan Paul, London and Henley 1949, pp. 92-106, ed. it.: *Il significato della concorrenza*, in Hayek F. A. (1988), *Conoscenza, mercato, pianificazione. Saggi di economia e di epistemologia*, il Mulino, Bologna, pp. 293-308.
- Hayek F. A. (1960), *The Constitution of Liberty*, University of Chicago Press, Chicago, ed. it.: *La società libera*, Rubbettino, Soveria Mannelli 2007.
- Hayek F. A. (1968), *Competition as a Discovery Procedure*, in *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Routledge & Kegan Paul, London and Henley 1978, pp. 179-190, ed. it.: *La concorrenza come procedura per la scoperta del nuovo*, in Hayek F. A. (1988), *Conoscenza, mercato, pianificazione. Saggi di economia e di epistemologia*, il Mulino, Bologna, pp. 307-322.
- Hayek F. A. (1975a), *The Pretence of Knowledge*, in *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Routledge & Kegan Paul, London and Henley 1978, pp. 23-34, ed. it.: *La presunzione del sapere*, in Hayek F. A. (1988), *Conoscenza, mercato, pianificazione. Saggi di economia e di epistemologia*, il Mulino, Bologna, pp. 211-224.
- Hayek F. A. (1975b), *Inflation, The Misdirection of Labour and Unemployment*, in *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Routledge & Kegan Paul, London and Henley 1978, pp. 197-209, ed. it.: *Inflazione, distribuzione distorta del lavoro e disoccupazione*, in Hayek F. A. (1988), *Conoscenza, mercato, pianificazione. Saggi di economia e di epistemologia*, il Mulino, Bologna, pp. 477-493.
- Hayek F. A. (1975c), *Choice in Currency: A Way to Stop Inflation*, in *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Routledge & Kegan Paul, London and Henley 1978, pp. 218-231, ed. it.: *La possibilità di scegliere fra differenti*

- valute: un modo per fermare l'inflazione*, in Hayek F. A. (1988), *Conoscenza, mercato, pianificazione. Saggi di economia e di epistemologia*, il Mulino, Bologna, pp. 477-493.
- Hayek F. A. (1976), *Denationalisation of Money*, Institute of Economic Affairs, *Hobart Paper (Special)*, No. 70.
- Hayek F. A. (1982), *Law, Legislation, and Liberty. A new statement of the liberal principles of justice and political economy*, Routledge & Kegan Paul, London and Henley, ed. it.: *Legge, legislazione e libertà. Una nuova enunciazione dei principi liberali della giustizia e della economia politica*, il Saggiatore, Milano 1994.
- Hayek F. A. (1988), *Conoscenza, mercato, pianificazione. Saggi di economia e di epistemologia*, il Mulino, Bologna.
- Hayek F. A. (1996), *Can We Still Avoid Inflation?*, in Ebeling R. M. (1996), a cura di, *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, pp. 93-110.
- Hayek F. A. (2009), *A Tiger by the Tail*, compiled by Sudha R. Shenoy, third edition, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama.
- Hein E. e A. Truger (2005), *What Ever Happened to Germany? Is the Decline of the Former European Key Currency Country Caused by Structural Sclerosis or by Macroeconomic Mismanagement?*, *International Review of Applied Economics*, 19 (1), pp. 3-28.
- Hein E. (2015), *The principle of effective demand – Marx, Kalecki, Keynes and beyond*, Institute for International Political Economy Berlin, *Working Paper*, No. 60/2015.
- Heinrich M. (2004), *An Introduction to the Three Volumes of Karl Marx's Capital*, Monthly Review Press, New York.
- Heller W. (1966), *New Dimensions of Political Economy*, W. W. Norton & Company, New York.
- Hercowitz Z. (1998), *The 'embodiment' controversy: A review essay*, *Journal of Monetary Economics*, 41, pp. 217-224.
- Herndon T., Ash M. e R. Pollin (2014), *Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff*, *Cambridge Journal of Economics*, 38 (2), pp. 257-27.
- Hicks J. (1937), *Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation*, *Econometrica*, 5 (2), pp. 147-159, ed. it.: *Keynes e i "classici"*, in Hicks J. (1971), *Saggi critici di teoria monetaria*, Etas Kompass, Milano, pp. 103-116.
- Hicks J. (1967a), *A Theory of Economic History*, Oxford University Press, Oxford, ed. it.: *Una teoria della storia economica*, Utet, Torino 1971.
- Hicks J. (1967b), *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford University Press, Oxford, ed. it.: *Saggi critici di teoria monetaria*, Etas Kompass, Milano 1971.

- Hicks J. (1967c), *The Hayek Story*, in Hicks J. (1967b), *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford University Press, Oxford, pp. 203-215, ed. it.: *La storia di Hayek*, in Hicks J. (1971), *Saggi critici di teoria monetaria*, Etas Kompass, Milano, pp. 161-170.
- Hirschman A. O. (1989), *How the Keynesian Revolution Was Exported from the United States, and Other Comments*, in Hall P. A. (1989), a cura di, *The Political Power of Economic Ideas. Keynesianism across Nations*, Princeton University Press, Princeton, pp. 347-360.
- Hirschman A. O. (1994), *Social Conflicts as Pillars of Democratic Market Society*, *Political Theory*, 22 (2), pp. 203-218.
- Holcombe R. G. (2014), *Advanced Introduction to the Austrian School of Economics*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Hoover H. (1952), *The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression 1929-1941*, MacMillan, New York.
- Horn K. I. (2010), *Die soziale Marktwirtschaft. Alles, was Sie über den Neoliberalismus wissen sollten*, Frankfurter Allgemeine Buch, Frankfurt am Main.
- Horwitz S. (2000), *Microfoundations and Macroeconomics. An Austrian perspective*, Routledge, London and New York.
- Horwitz S. (2003), *Say's Law of Markets: An Austrian Appreciation*, in Kates S. (2003), a cura di, *Two Hundred Years of Say's Law. Essays on Economic Theory's Most Controversial Principle*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, pp. 82-998.
- Horwitz S. (2010), *The microeconomic foundations of macroeconomic disorder: an Austrian perspective on the Great Recession of 2008*, in Kates S. (2010), a cura di, *Macroeconomic Theory and its Failings: Alternative Perspectives on the Global Financial Crisis*, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, pp. 96-111.
- Horwitz S. (2015), *The Financial Crisis in the United States*, in Boettke P. J. e C. J. Coyne (2015), a cura di, *The Oxford Handbook of Austrian Economics*, Oxford University Press, Oxford and New York, pp. 729-748.
- Howells P. G. A. (1995), *The Demand for Endogenous Money*, *Journal of Post Keynesian Economics*, 18 (1), pp. 89-106.
- Howells P. G. A. (1999), *The Source of Endogenous Money*, *Economic Issues*, 4 (1), pp. 101-112.
- Howells P. G. A. (2006), *The Endogeneity of Money: Empirical Evidence*, in Arestis P. e M. Sawyer (2006), a cura di, *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, pp. 52-68.
- Huerta de Soto J. (1998), *Dinero Crédito Bancario y Ciclos Económicos*, Unión Editorial, Madrid, ed. ing.: *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, second edition, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama 2009.
- Huerta de Soto J. (2003), *La Scuola Austriaca. Mercato e creatività imprenditoriale*, Rubbettino, Soveria Mannelli.

- Huerta de Soto J. (2012), *An Austrian Defense of the Euro*, Mises Daily Articles, 22 giugno, disponibile online all'indirizzo: <https://mises.org/library/austrian-defense-euro>, consultato il 15 ottobre 2017, successivamente pubblicato nel 2015 come: *An Austrian Defense of the Euro and the Current Antideflationist Paranoia*, *Atlantic Economic Journal*, 43 (1), pp. 5-20.
- Hume D. (1752), *Of Money*, in Hume D. (1874), a cura di, *Essays, Moral, Political and Literary*, edited, with preliminary dissertations and notes, by Green T. H. and T. H. Grose, vol 1., Longmans, Green and Co., London, pp. 309-320, ed. it.: *Sulla moneta*, in *Discorsi politici*, Bollati Boringhieri, Torino 1929, pp. 49-63.
- Hume M. e A. Sentance (2009), The global credit boom: Challenges for macroeconomics and policy, *Journal of International Money and Finance*, 28, pp. 1426-1461.
- Hutchison M. e K. McDill (1999), Are all banking crises alike? The Japanese experience in international comparison, *NBER Working Paper*, No. 7253.
- Hutt W. H. (1974), *A Rehabilitation of Say's Law*, Ohio University Press, Athens.
- Ingram J. C. (1973), The Case for European Monetary Integration, Princeton University, International Finance Section, *Essays in International Finance*, No. 98.
- Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft (2009), *Hans Tietmeyer über die neue soziale Marktwirtschaft*, disponibile online all'indirizzo: <http://www.insm.de/insm/Themen/Soziale-Marktwirtschaft/Hans-Tietmeyer-ueber-die-neue-soziale-Marktwirtschaft.html>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Ireland P. N. (2005), The Liquidity Trap, the Real Balance Effect, and the Friedman Rule, *International Economic Review*, 46 (4), pp. 1271-1301.
- Issing O. (1997), Monetary Targeting in Germany: The stability of monetary policy and of the monetary system, *Journal of Monetary Economics*, 39, pp. 67-79.
- Issing O. (1999), *Hayek – currency competition and European Monetary Union*, BCE, Speech by Professor Ottmar Issing, Annual Hayek Memorial Lecture hosted by the Institute of Economic Affairs, Londra, 27 maggio, disponibile online all'indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/1999/html/sp990527.en.html>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Issing O. (2002), On Macroeconomic Policy Co-ordination in EMU, *JCMS*, 40 (2), pp. 345-358.
- Issing O. (2004), *On the primacy of price stability*, Prager-Frühlings-Vortrag, Liberální Institut, Prague, 10 giugno, disponibile online all'indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2004/html/sp040610.en.html>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Issing O. (2008), The Euro: A Currency without a State, Center for Financial Studies, *Working Paper*, No. 2008/51.

- James H. (1989), *What Is Keynesian About Deficit Financing? The Case of Interwar Germany*, in Hall P. A. (1989), a cura di, *The Political Power of Economic Ideas. Keynesianism across Nations*, Princeton University Press, Princeton, pp. 231-262.
- James H. (2012), *Making the European Monetary Union. The Role of the Committee of Central Bank Governors and the Origins of the European Central Bank*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- Janssen H. (2006), *Milton Friedman und die „monetaristische Revolution“ in Deutschland*, Metropolis Verlag, Marburg.
- Johnson H. G. (1971), The Keynesian Revolution and the Monetarist Counter-Revolution, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 61 (2), pp. 1-14.
- Jones C. I. (2013), *Introduction to Economic Growth*, second edition, Viva Books, New Delhi.
- Jordà O., Schularick M. e A. M. Taylor (2014), The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles, *NBER Working Paper*, No. 20501.
- Jorgenson D. W. (1963), Capital Theory and Investment Behavior, *American Economic Review*, 53 (2), pp. 247-259.
- Jossa B. (1995), La moneta unica: argomenti pro e contro, *Politica Economica*, 11 (2), pp. 201-241.
- Jossa B. (1999), *La moneta unica europea. Argomenti pro e contro*, Carocci Editore, Roma.
- Joyce M., Tong M. e R. Woods (2011), The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Q3, pp. 200-212.
- J. P. Morgan (2013), *The Euro Area Adjustment: About Halfway There*, Europe Economic Research, 28 maggio, disponibile online all'indirizzo: <https://www.legrandsoir.info/IMG/pdf/jpm-the-euro-area-adjustment--about-halfway-there.pdf>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Judt T. (2005), *Postwar. A History of Europe Since 1945*, The Penguin Press, New York, ed. it.: *Postwar. Europa 1945-2005*, Laterza, Roma-Bari 2017.
- Judt T. (2008), *Reappraisals. Reflections on the Forgotten Twentieth Century*, The Penguin Press, New York, ed. it.: *L'età dell'oblio. Sulle rimozioni del '900*, Laterza, Roma-Bari 2009.
- Judt T. (2010), *Ill Fares the Land*, The Penguin Press, New York, ed. it.: *Guasto è il mondo*, Laterza, Roma-Bari 2011.
- Judt T. (2011), *A Grand Illusion? An Essay on Europe*, New York University Press, New York and London.
- Kahn R. F. (1931), The Relation of Home Investment to Unemployment, *Economic Journal*, 41 (162), pp. 173-198.
- Kahn R. F. (1984), *The Making of Keynes's General Theory*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.

- Kaldor N. (1942), Hayek and the Concertina-Effect, *Economica*, 9 (36), pp. 359-382.
- Kaldor N. (1958), *Monetary Policy, Economic Stability and Growth*, Memorandum sottoposto il 23 giugno alla Commissione sul funzionamento del sistema monetario britannico (Commissione Radcliffe), ed. it.: *Politica monetaria, stabilità economica e crescita*, in Kaldor N. (1986a), *Occupazione, inflazione, moneta e tassazione (edizione italiana a cura di Ferdinando Targetti)*, Einaudi, Torino, pp. 91-115.
- Kaldor N. (1970), The New Monetarism, *Lloyds Bank Review*, 97, pp. 1-18, ed. it.: *Il nuovo monetarismo*, in Kaldor N. (1986a), *Occupazione, inflazione, moneta e tassazione (edizione italiana a cura di Ferdinando Targetti)*, Einaudi, Torino, pp. 147-166.
- Kaldor N. (1971), The Dynamic Effects of the Common Market, *New Statesman*, 12 marzo, ristampato in Kaldor N. (1978), *Further Essays on Applied Economics*, Duckworth, London, pp. 187-207.
- Kaldor N. (1972), The Irrelevance of Equilibrium Economics, *Economic Journal*, 82 (328), pp. 1237-1255.
- Kaldor N. (1980), Monetarism and UK Monetary Policy, *Cambridge Journal of Economics*, 4 (4), pp. 293-318.
- Kaldor N. (1981), *Origins of the New Monetarism*, University College Cardiff Press, Cardiff, ed. it.: *Le origini del nuovo monetarismo*, in Kaldor N. (1986a), *Occupazione, inflazione, moneta e tassazione (edizione italiana a cura di Ferdinando Targetti)*, Einaudi, Torino, pp. 183-200.
- Kaldor (1982a), *The Scourge of Monetarism*, Oxford University Press, Oxford, ed. it.: *Il flagello del monetarismo*, Loescher, Torino 1984.
- Kaldor (1982b), *Limitations of the General Theory*, Proceedings of the British Academy, vol. LXVIII, Oxford University Press, Oxford, rist. in Kaldor N. (1989), *Further Essays on Economic Theory and Policy (Collected Economic Essays, vol. 9)*, Duckworth, London, pp. 41-73.
- Kaldor N. (1983), *Keynesian Economics After Fifty Years*, in Kaldor N. (1989), *Further Essays on Economic Theory and Policy*, Collected Economic Essays, vol. 9, Duckworth, London, pp. 41-73.
- Kaldor N. (1985a), How Monetarism Failed, *Challenge*, 28 (2), pp. 4-13, ed. it.: *Come è fallito il monetarismo*, in Kaldor N. (1986a), *Occupazione, inflazione, moneta e tassazione (edizione italiana a cura di Ferdinando Targetti)*, Einaudi, Torino, pp. 223-241.
- Kaldor N. (1985b), *Economics without equilibrium*, M. E. Sharpe, New York, ed. it.: *Economia senza equilibrio*, il Mulino, Bologna 1988.
- Kaldor N. (1986), *Ricordi di un economista (a cura di M. C. Marcuzzi)*, Garzanti, Milano.
- Kaldor N. e J. Trevithick (1981), A Keynesian Perspective on Money, *Lloyds Bank Review*, January, pp. 1-19.
- Kaminsky G. (1999), Currency and banking crises: the early warnings of distress, *IMF Working Paper*, WP/99/178.

- Kaminsky G. e C. Reinhart (1999), The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, *American Economic Review*, 89 (3), pp. 473-500.
- Kates S. (1998), *Say's Law and the Keynesian Revolution. How Macroeconomic Theory Lost its Way*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Kates S. (2003), a cura di, *Two Hundred Years of Say's Law. Essays on Economic Theory's Most Controversial Principle*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Kates S. (2010), a cura di, *Macroeconomic Theory and its Failings: Alternative Perspectives on the Global Financial Crisis*, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Keynes J. M. (1919), *The Economic Consequences of the Peace*, MacMillan, London, rist. in *The Collected Writings*, vol. II, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, ed. it.: *Le conseguenze economiche della pace*, Adelphi, Milano 2007.
- Keynes J. M. (1925), Am I a Liberal?, *Nation and Athenaeum*, 8 e 15 agosto, rist. in *The Collected Writings*, vol. IX, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 295-306, ed. it.: *Sono un liberale?*, in *Esortazioni e profezie*, il Saggiatore, Milano 2011, pp. 248-258.
- Keynes J. M. (1926a), *A Short View of Russia*, in *Laissez-Faire and Communism*, New Republic, New York, rist. in *The Collected Writings*, vol. IX, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 253-271, ed. it.: *Un breve sguardo alla Russia*, in *Laissez faire e comunismo*, a cura di Lunghini G. e L. Cavallaro, DeriveApprodi, Roma 2010, pp. 58-81.
- Keynes J. M. (1926b), Liberalism and Labour, *Nation and Athenaeum*, 20 febbraio, rist. in *The Collected Writings*, vol. IX, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 307-311, ed. it.: *Liberalismo e laburismo*, in *Esortazioni e profezie*, il Saggiatore, Milano 2011, pp. 259-263.
- Keynes J. M. (1926c), *Einstein*, in *Essays in Biography*, *The Collected Writings*, vol. X, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 382-384, ed. it.: *Einstein*, in *Politici ed economisti*, Einaudi, Torino 1974.
- Keynes J. M. (1926d), *The End of Laissez-Faire*, in *Laissez-Faire and Communism*, New Republic, New York, rist. in *The Collected Writings*, vol. IX, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 272-294, ed. it.: *La fine del laissez faire*, in *Laissez faire e comunismo*, a cura di Lunghini G. e L. Cavallaro, DeriveApprodi, Roma 2010, pp. 29-57.
- Keynes J. M. (1928), How to Organize a Wave of Prosperity, *The Evening Standard*, 31 luglio, rist. in *The Collected Writings*, vol. XIX, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 761-766.
- Keynes J. M. (1930), Economic Possibilities for our Grandchildren, in *Nation and Athenaeum*, 11 e 18 ottobre, rist. in *The Collected Writings*, vol. IX, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 321-332, ed. it.: *Possibilità economiche per i nostri nipoti*, in Pecchi L. e G. Piga (2011), a cura di, *Il ventunesimo*

- secolo di Keynes. Economia e società per le nuove generazioni*, Luiss University Press, Roma, pp. 29-36.
- Keynes J. M. (1933a), National Self-Sufficiency, *The New Statesman and Nation*, 8 e 15 luglio, rist. in *The Collected Writings*, vol. XXI, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 233-246, ed. it.: *Autosufficienza nazionale, in Come uscire dalla crisi*, a cura di Pierluigi Sabbatini, Laterza, Roma-Bari, pp. 93-106.
- Keynes J. M. (1933b), *The Distinction Between a Co-operative Economy and an Entrepreneur Economy*, in *The Collected Writings*, vol. XXIX, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 76-87.
- Keynes J. M. (1933c), *The Characteristics of an Entrepreneur Economy*, in *The Collected Writings*, vol. XXIX, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 87-101.
- Keynes J. M. (1933d), *The means to Prosperity*, in *Essays in Persuasion, The Collected Writings*, vol. IX, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 335-366.
- Keynes J. M. (1933e), Spending and Saving, A Discussion between Sir Josiah Stamp and J. M. Keynes, *The Listener*, 11 gennaio, rist. in *The Collected Writings*, vol. XXI, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 145-154, ed. it.: *L'Assurdità dei Sacrifici. Elogio della spesa pubblica*, Edizioni Sì, Mercato Saraceno.
- Keynes J. M. (1933f), *A Monetary Theory of Production*, in Festschrift für Arthur Spiethoff, AA. VV. (1933), *Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung*, mit einem Vorwort von Joseph Schumpeter, Duncker & Humblot, München, pp. 123-125, rist. in *The Collected Writings*, vol. XIII, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 408-411.
- Keynes J. M. (1934), *To the Editor of The Independent*, 13 gennaio, rist. in *The Collected Writings*, vol. XXI, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 338-339.
- Keynes J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, rist. in *The Collected Writings*, vol. VII, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, ed. it.: *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Utet, Torino 2006.
- Keynes J. M. (1937a), The General Theory of Employment, *Quarterly Journal of Economics*, 51 (2), pp. 209-223, rist. in *The Collected Writings*, vol. XIV, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 109-123, ed. it.: *La teoria generale dell'occupazione*, in Ingraio B. e F. Ranchetti (1996), a cura di, *Il mercato nel pensiero economico*, Hoepli, Milano, pp. 660-667.
- Keynes J. M. (1937b), Alternative Theories of the Rate of Interest, *Economic Journal*, 47 (186), pp. 241-252, rist. in *The Collected Writings*, vol. XIV, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 201-215.
- Keynes J. M. (1937c), *Letter to John Hicks*, 31 marzo, in *The Collected Writings*, vol. XIV, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 79-81.

- Keynes J. M. (1937d), The 'Ex Ante' Theory of the Rate of Interest, *Economic Journal*, 47 (188), pp. 663-669, rist. in *The Collected Writings*, vol. XIV, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 215-223.
- Keynes J. M. (1938), Mr Keynes and 'Finance', *Economic Journal*, 48 (190), pp. 314-322, rist. in *The Collected Writings*, vol. XIV, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 229-234.
- Keynes J. M. (1939), The Process of Capital Formation, *Economic Journal*, 49 (195), rist. in *The Collected Writings*, vol. XIV, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 278-285.
- Keynes J. M. (1943a), *Letter to J. E. Meade*, 25 aprile, in *The Collected Writings*, vol. XXVII, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 319-320.
- Keynes J. M. (1943b), *Letter to Josiah Wedgwood*, 7 luglio, in *The Collected Writings*, vol. XXVII, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 350-351.
- Keynes J. M. e H. Henderson (1929), *Can Lloyd George Do It?*, in *Essays in Persuasion*, Macmillan, London 1931, rist. in *The Collected Writings*, vol. IX, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York 2013, pp. 86-125, ed. it.: *Un programma di espansione*, in *Esortazioni e profezie*, il Saggiatore, Milano 2011, pp. 99-110.
- Kindleberger C. (1973), *The World in Depression 1929-1939*, University of California Press, Oakland, ed. it.: *La grande depressione nel mondo 1929-1939*, Etas Libri, Milano 1982.
- Kindleberger C. (1978), *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, Basic Books, New York, ed. it.: *Euforia e panico. Storia delle crisi finanziarie*, Laterza, Roma-Bari 1981.
- Kindleberger C. (1984), *A Financial History of Western Europe*, George Allen & Unwin, London, ed. it.: *Storia della finanza nell'Europa occidentale*, Cariplo-Laterza, Milano, Roma-Bari 1987.
- Kindleberger C. e R. Aliber (2005), *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- King J. E. (2003), *A History of Post Keynesian Economics since 1936*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- King L., Kitson M., Konzelmann S. e F. Wilkinson (2012), Making the same mistake again – or is *this time* different?, *Cambridge Journal of Economics*, 36, pp. 1-15.
- King M. (2016), *The End of Alchemy. Money, Banking and the Future of the Global Economy*, Little, Brown, London.
- King R. e R. Levine (1993), Finance and Growth. Schumpeter Might Be Right, *Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), pp. 717-737.

- Kirzner I. M. (1973), *Competition and Entrepreneurship*, University of Chicago Press, Chicago.
- Kirzner I. M. (1979), *Perception, Opportunity and Profit. Studies in the Theory of Entrepreneurship*, University of Chicago Press, Chicago.
- Kirzner I. M. (1994), *Entrepreneurship*, in Boettke P. J. (1994), a cura di, *The Elgar Companion to Austrian Economics*, Edward Elgar, Aldershot, UK, Brookfield, Vermont, USA, pp. 103-110.
- Klump R. (2001), *Soziale Marktwirtschaft: Geistige Grundlagen, Ethischer Anspruch, Historische Wurzeln*, in Schlecht O. e G. Stoltenberg (2001), a cura di, *Soziale Marktwirtschaft: Grundlagen, Entwicklungslinien, Perspektiven*, Herder, Freiburg im Breisgau, pp. 17-59, ed. it.: *Economia sociale di mercato: fondamenti intellettuali, pretese etiche, radici storiche*, in Forte F., Felice F. e C. Forte (2012), a cura di, *L'economia sociale di mercato e i suoi nemici*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 233-278.
- Kolb E. (2005), *The Weimar Republic*, second edition, Routledge, London and New York.
- Kolev S. (2013), *Neoliberale Staatsverständnisse im Vergleich*, Lucius & Lucius, Stuttgart.
- Kolev S. (2015), *Ordoliberalism and the Austrian School*, in Boettke P. J. e C. J. Coyne (2015), a cura di, *The Oxford Handbook of Austrian Economics*, Oxford University Press, Oxford and New York, pp. 419-444.
- Konzelmann S. J. (2014), The political economics of austerity, *Cambridge Journal of Economics*, 38, pp. 701-741.
- Koo R. C. (2008), *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley & Sons, Singapore.
- Koo R. C. (2011), The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics, *Real-World Economics Review*, 58, pp. 19-37.
- Koo R. C. (2014), *Balance sheet recession is the reason for secular stagnation*, in Teulings C. e R. Baldwin (2014), a cura di, *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, CEPR Press, A VoxEu.org eBook, pp. 131-142.
- Koo R. C. (2015), *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap. A Hazardous Road for the World Economy*, John Wiley & Sons, Singapore.
- Koslowski P. (2000), a cura di, *The Theory of Capitalism in the German Economic Tradition: Historism, Ordo-Liberalism, Critical Theory, Solidarism*, Springer-Verlag, Berlin, Heidelberg.
- Kothari V. (2006), *Securitization. The Financial Instrument of the Future*, John Wiley & Sons, Singapore.
- Kotz D. M. (2015), *The Rise and Fall of Neoliberal Capitalism*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- Kregel J. (2009), Why don't the bailouts work? Design of a new financial system versus a return to normalcy, *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp. 653-663.

- Kriesler P. e M. Lavoie (2007), The New Consensus on Monetary Policy and its Post-Keynesian Critique, *Review of Political Economy*, 19 (3), pp. 387-404.
- Krugman P. (2000), How Complicated Has the Model Have to Be?, *Oxford Review of Economic Policy*, 16 (4), pp. 33-42.
- Krugman P. (2012), *End this depression now!*, W. W. Norton & Company, New York, ed. it.: *Fuori da questa crisi adesso!*, Garzanti, Milano 2012.
- Krugman P., Dominguez K. M. e K. Rogoff (1998), It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap, *Brookings Papers on Economic Activity*, 29 (2), pp. 137-206.
- Kydland F. E. e E. C. Prescott (1977), Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, 85 (3), pp. 473-492.
- Kydland F. E. e E. C. Prescott (1982), Time to Building and Aggregate Fluctuations, *Econometrica*, 50 (6), pp. 1345-1370.
- Lachmann L. M. (1943), The Role of Expectations in Economics as a Social Science, *Economica*, 10 (37), pp. 12-23.
- Laidler D. (1973), *The Demand for Money: Theories and Evidence*, International Textbook Company Limited, Scranton Pennsylvania, ed. it.: *La domanda di moneta. Teoria ed evidenza empirica*, Vita e Pensiero, Milano 1976.
- Laidler D. (1991), *The Golden Age of the Quantity Theory*, Princeton University Press, Princeton.
- Laidler D. (1999), *Fabricating the Keynesian Revolution. Studies of the Inter-war Literature on Money, the Cycle, and Unemployment*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Laidler D. (2002), *The Transmission Mechanism with Endogenous Money*, in Arestis P., Desai M. e S. Dow (2002), a cura di, *Money, Macroeconomics and Keynes: Essays in Honour of Victoria Chick*, vol. 1, Routledge, London and New York, pp. 25-34.
- Lal D. (2009), *A Hayekian recession with Fisherian consequences*, disponibile online all'indirizzo: <http://www.econ.ucla.edu/lal/busta/busta0309.pdf>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Lane P. R. (2013), Capital Flows in the Euro Area, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, *Economic Papers*, 497, April.
- Lane P. R. e P. McQuade (2014), Domestic Credit Growth and International Capital Flows, *Scandinavian Journal of Economics*, 116 (1), pp. 218-252.
- Latson J. (2014), The Worst Stock Tip in History, *Time*, 3 settembre, disponibile online all'indirizzo: <http://time.com/3207128/stock-market-high-1929/>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Laubach T. e J. Williams (2003), Measuring the Natural Rate of Interest, *Review of Economics and Statistics*, 85 (4), pp. 1063-1070.

- Lavoie M. (1984), The Endogenous Flow of Credit and the Post Keynesian Theory of Money, *Journal of Economic Issues*, 18 (3), pp. 771-797.
- Lavoie M. (1986), L'endogénéité de la monnaie chez Keynes, *Recherches Économiques de Louvain*, 52 (1), pp. 67-84.
- Lavoie M. (1992), *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Edward Elgar, Aldershot, UK.
- Lavoie M. (1996), Horizontalism, Structuralism, Liquidity Preference and the Principle of Increasing Risk, *Scottish Journal of Political Economy*, 43 (3), pp. 275-300.
- Lavoie M. (2003), *A Primer on Endogenous Credit-Money*, in Rochon L. P. e S. Rossi (2003), a cura di, *Modern Theories of Money: The Nature and Role of Money in Capitalist Economies*, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, pp. 506-543.
- Lavoie M. (2004), *The New Consensus on Monetary Policy Seen from a Post-Keynesian Perspective*, in Lavoie M. e M. Seccareccia (2004), a cura di, *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Lavoie M. (2014), *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Lavoie M. (2015), The Eurozone: Similarities to and Differences from Keynes's Plan, *International Journal of Political Economy*, 44 (1), pp. 3-17.
- Lavoie M. e E. Stockhammer (2013), a cura di, *Wage-led Growth. An equitable Strategy for Economic Recovery*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, New York, and International Labour Organization, London.
- Legrain P. (2014), *European Spring. Why Our Economies and Politics are in a Mess*, CB Books.
- Leijonhufvud A. (1981), *The Wicksell Connection: Variations on a Theme*, in Leijonhufvud A. (1981), *Information and Coordination: Essays in Macroeconomic Theory*, Oxford University Press, Oxford and New York, pp. 131-202, ed. it.: *La connessione con Wicksell: variazioni su un tema*, in *Informazione, coordinamento e instabilità macroeconomica*, Laterza, Roma-Bari 2004, pp. 45-116.
- Leoni B. (1961), *Freedom and the Law*, D. Van Nostrand Company, Princeton, New Jersey, ed. it.: *La libertà e la legge*, Liberilibri, Macerata 1995.
- Léon-Ledesma M. e A. P. Thirlwall (2002), The endogeneity of the natural rate of growth, *Cambridge Journal of Economics*, 26, pp. 441-459.
- Les économistes atterrés (2012), *20 ans d'aveuglement. L'Europe au bord du gouffre*, Les Liens qui Libèrent, Paris.
- Levine R. (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, 35, pp. 688-726.

- Levine R. (2002), Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?, *Journal of Financial Intermediation*, 11, pp. 398-428.
- Levine R. (2004), Finance and Growth: Theory and Evidence, *NBER Working Paper*, No. 10766, successivamente pubblicato nel 2005 come: *Finance and Growth: Theory and Evidence*, in Aghion P. e S. Durlauf (2005), a cura di, *Handbook of Economic Growth*, Volume 1, Part A, North Holland, Amsterdam, pp. 865-934.
- Lewis H. (2010), *Tutti gli errori di Keynes. Perché gli Stati continuano a creare inflazione, bolle speculative e crisi finanziarie*, IBL Libri, Torino.
- Lewitt M. E. (2010), *The Death of Capital. How Creative Policy Can Restore Stability*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Lo A. W. (2012), Reading About the Financial Crisis: A Twenty-One-Book Review, *Journal of Economic Literature*, 50 (1), pp. 151-178.
- López G. J. e M. Assous (2010), *Michal Kalecki*, Great Thinkers in Economics, Palgrave Macmillan, Basingstoke, New York.
- Lovell M. C. (1957), The Role of the Bank of England as Lender of last Resort in the Crises of the Eighteenth Century, *Explorations in Entrepreneurial History*, 10 (1), pp. 8-21.
- Lucarelli S. e R. Romano (2015), *Le tendenze dell'innovazione e il governo della domanda effettiva*, in Pennacchi L. e R. Sanna (2015), a cura di, *Riforma del capitalismo. Per un nuovo modello di sviluppo*, Ediesse, Roma, pp. 145-164.
- Lucas R. (1976), *Econometric Policy Evaluation: A Critique*, in Brunner K. e A. Meltzer (1976), a cura di, *The Phillips Curve and Labor Markets*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, American Elsevier, New York, pp. 19-46.
- Lucas R. E. (1988), On the Mechanics of Economic Development, *Journal of Monetary Economics*, 22, pp. 3-42.
- Lucas R. E. (1996), Nobel Lecture: Monetary Neutrality, *Journal of Political Economy*, 104 (4), pp. 661-682.
- Lucas R. E. (2003), Macroeconomic Priorities, *American Economic Review*, 93 (1), pp. 1-14.
- Lucas R. E. e T. J. Sargent (1979), After Keynesian Macroeconomics, Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, 3 (2), pp. 1-16.
- Lunghini G. (2009), La Teoria generale e i keynesiani: un'eredità giacente, *Economia Politica*, 26 (2), pp. 225-240.
- Lunghini G. (2012), *Conflitto, crisi, incertezza. La teoria economica dominante e le teorie alternative*, Bollati Boringhieri, Torino.
- Madrik J. (2014), *Seven Bad Ideas. How Mainstream Economists Have Damaged America and the World*, Alfred A. Knopf, New York.
- Manifeste d'économistes atterrés (2010), *Crise e dettes en Europe: 10 fausses évidences, 22 mesures en débat pour sortir de l'impasse*, Les Liens qui Libèrent, Paris.

- Mankiw N. G. (1985), Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly, *Quarterly Journal of Economics*, 100 (2), pp. 529-538.
- Mankiw N. G. (1988), Recent Developments in Macroeconomics: A Very Quick Refresher Course, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 20 (3), pp. 436-449.
- Mankiw N. G. (1991), The Reincarnation of Keynesian Economics, *NBER Working Paper*, No. 3885, successivamente pubblicato nel 1992 come: The Reincarnation of Keynesian Economics, *European Economic Review*, 36 (2-3), pp. 559-565.
- Mankiw N. G. e R. Reis (2002), Sticky information versus sticky prices: A proposal to replace the new Keynesian Phillips curve, *Quarterly Journal of Economics*, 117 (4), pp. 1295-1328.
- Mankiw N. G. e D. Romer (1991), *New Keynesian Economics, Vol. 1: Imperfect Competition and Sticky Prices*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- Marsh D. (2013), *Europe's Deadlock. How the Euro Crisis Could Be Solved – and Why It Won't Happen*, Yale University Press, New Haven, Connecticut.
- Marx K. (2009), *Il capitalismo e la crisi. Scritti scelti*, a cura di Vladimiro Giacché, DeriveApprodi, Roma.
- Marx R. (2009), *Il capitale. Una critica cristiana alle ragioni del mercato*, Rizzoli, Milano.
- Marcuzzo M. C. (2002), The Collaboration between J. M. Keynes and R. F. Kahn from the Treatise to the General Theory, *History of Political Economy*, 34 (2), pp. 421-447.
- Marcuzzo M. C. (2003), Joan Robinson and the Three Cambridge Revolutions, *Review of Political Economy*, 15 (4), pp. 545-560.
- Marcuzzo M. C. (2010), *Whose Welfare State? Beveridge vs Keynes*, in Backhouse R. E. e T. Nishizawa (2010), a cura di, *No Wealth but Life: Welfare Economics and the Welfare State in Britain 1880-1945*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 189-206.
- Marcuzzo M. C. (2014), *Whatever Happened to the Keynesian Multiplier?*, in Baranzini R. e F. Allisson (2014), a cura di, *Economics and Other Branches: In the Shade of the Oak Tree. Essays in Honour of Pascal Bridel*, Pickering & Chatto, London, pp. 157-168.
- Marcuzzo M. C. (2017), Gli ottanta anni della *Teoria generale* di Keynes: perché è ancora un libro attuale, *Moneta e Credito*, 70 (277), pp. 7-19.
- Mazzucato M. (2013), *The Entrepreneurial State. Debunking Public vs. Private Sector Myths*, Anthem Press, London, New York, ed. it.: *Lo Stato innovatore. Sfatare il mito del pubblico contro il privato*, Laterza, Roma-Bari 2014.
- Mazzucato M. (2015), Building the Entrepreneurial State: A New Framework for Envisioning and Evaluating a Mission-oriented Public Sector, Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper*, No. 824.

- Mazzuccato M. e M. Jacobs (2016), a cura di, *Rethinking Capitalism. Economics and Policy for Sustainable and Inclusive Growth*, Wiley-Blackwell, Oxford, ed. it.: *Ripensare il capitalismo*, Laterza, Roma-Bari 2017.
- Mazzuccato M. e C. Perez (2014), Innovation as Growth Policy: the challenge for Europe, SPRU, *Working Paper*, SWPS 2014-13.
- Mazzuccato M. e L. R. Wray (2015), Financing the Capital development of the Economy: A Keynes-Schumpeter-Minsky Synthesis, Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper*, No. 837.
- McCallum B. (1989), *Monetary Economics. Theory and Policy*, Macmillan, New York.
- McElvaine R. S. (2009), *The Great Depression. America, 1929-1941*, Three Rivers Press, New York.
- McKinnon R. I. (1996), *The Rules of the Game. International Money and Exchange Rates*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- Meltzer A. H. (1995), Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective, *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), pp. 49-72.
- Mendoza E. G. e M. E. Terrones (2008), An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data, *IMF Working Paper*, WP/08/226.
- Mendoza E. G. e M. E. Terrones (2012), An Anatomy of Credit Booms and Their Demise, *NBER Working Paper*, No. 18379.
- Menger C. (1871), *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre*, Wilhelm Braumüller, Wien, ed. it.: *Principi di economia politica*, Utet, Torino 1976.
- Menger C. (1892), On the Origin of Money, *Economic Journal*, 2, pp. 238-255.
- Menger C. (1909), *Geld*, in J. Conrad *et al.* (1909), a cura di, *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*, vol. 4, terza edizione, Fisher, Jena, pp. 555-610, ed. it.: *Denaro*, Rubbettino, Soveria Mannelli 2013.
- Merkel A. (2011), *Video-Podcast der Bundeskanzlerin #39/11*, disponibile online all'indirizzo, https://www.bundesregierung.de/Content/DE/Podcast/2011/2011-11-05-Video-Podcast/links/2011-11-05-text.pdf?_blob=publicationFile&v=4, consultato il 15 ottobre 2017.
- Merkel A. (2016), *Rede von Bundeskanzlerin Merkel beim Festakt zum 125. Geburtstag von Walter Eucken am 13. Januar 2016*, disponibile online all'indirizzo: <file:///Users/andreakalajic/Documents/Bundesregierung%20%7C%20Aktuell%20%7C%20Rede%20von%20Bundeskanzlerin%20Merkel%20beim%20Festakt%20zum%20125.%C2%A0Geburtstag%20von%20W.webarchive>, visitato il 15 ottobre 2017.
- Messori M. (2012), Developing a new textbook approach to macroeconomics, *Rivista di Politica Economica*, July-September, pp. 102-117.

- Metzler L. A. (1960), *The Process of International Adjustment under Conditions of Full Employment. A Keynesian View*, in Caves R. e H. G. Johnson (1960), a cura di, *Readings in International Economics*, Richard D. Irwin, Homewood, IL, pp. 465-486.
- Mian A. e A. Sufi (2014), *House of Debt*, Chicago University Press, Chicago.
- Milanovic B. (2016), *Global inequality: A New Approach for the Age of Globalization*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, ed. it.: *Ingiustizia globale: Migrazioni, disuguaglianze e il futuro della classe media*, LUISS University Press, Roma 2017.
- Minsky H. P. (1957), Central Banking and Money Market Changes, *Quarterly Journal of Economics*, 71 (2), pp. 171-187.
- Minsky H. P. (1975), *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York, ed. it.: *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, Bollati Boringhieri, Torino 2009.
- Minsky H. P. (1977), The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to "Standard" Theory, *Nebraska Journal of Economics and Business*, 16 (1), pp. 5-16.
- Minsky H. P. (1982), *Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance*, M.E. Sharpe, New York, ed. it.: *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, Einaudi, Torino 1984.
- Minsky H. P. (1986a), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, Yale CT, ed. it.: *Governare la crisi. L'equilibrio in un'economia instabile*, Edizioni di Comunità, Milano 1989.
- Minsky H. P. (1986b), *Money and Crisis in Schumpeter and Keynes*, in Wagener H. J. e J. Drukker (1986), a cura di, *The Economic Law of Motion and Modern Society: A Marx-Keynes-Schumpeter Centennial*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, pp. 112-122.
- Minsky H. P. (1992-93), On the Non-Neutrality of Money, Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, 18 (1), pp. 77-82.
- Minsky H. P. (1993), *Schumpeter and Finance*, in Biasco S., Roncaglia A. e M. Salvati (1993), a cura di, *Markets and Institutions in Economic Development: Essays in Honour of Paolo Sylos Labini*, Macmillan, London, pp. 103-115.
- Minsky (1996), Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies, *Journal of Economic Issues*, 30 (2), pp. 357-368.
- Minsky H. P. (2013), *Ending Poverty: jobs, not welfare*, Levy Economics Institute of Bard College, Annadale-on-Hudson, New York, with the contribution of the Ford Foundation, ed. it.: *Combattere la povertà. Lavoro non assistenza*, Ediesse, Roma 2014.
- Mirowski P. (2013), *Never Let a Serious Crisis Go to Waste. How Neoliberalism Survived the Financial Meltdown*, Verso, London, New York.

- Mirowski P. e D. Plehwe (2009), a cura di, *The Road from Mont Pèlerin. The Making of the Neoliberal Thought Collective*, Harvard University Press, Cambridge Massachusetts, London, England.
- Mises (1912), *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, Duncker & Humblot, München und Leipzig, ed. ing.: *The Theory of Money and Credit*, Yale University Press, New Haven, CT 1953.
- Mises L. (1940), *Nationalökonomie. Theorie des Handelns und Wirtschaftens*, Editions Union, Genf.
- Mises L. (1943), Elastic Expectations and the Austrian Theory of the Trade Cycle, *Economica*, 10 (39), pp. 251-258.
- Mises L. (1949), *Human Action. A Treatise on Economics*, fourth revised edition, Fox & Wilkes, San Francisco 1996a.
- Mises L. (1996b), *The "Austrian" Theory of the Trade Cycle*, in Ebeling R. M. (1996), a cura di, *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, pp. 25-35.
- Mishkin F. S. (2000), What Should Central Banks Do?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, novembre-dicembre, pp. 1-13.
- Mishkin F. S. (2002), *Inflation Targeting*, in Snowdon B. e H. R. Vane (2002), a cura di, *An Encyclopedia of Macroeconomics*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, pp. 361-365.
- Modigliani F. (1944), Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money, *Econometrica*, 12 (1), pp. 45-88.
- Modigliani F. e R. H. Brumberg (1954), *Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data*, in Kurihara K. K. (1954), a cura di, *Post-Keynesian Economics*, Rutgers University Press, New Brunswick, NJ, pp. 388-436.
- Modigliani F. e M. H. Miller (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48 (3), pp. 261-297.
- Montani G. (2008), *L'economia politica dell'integrazione europea. Evoluzione di una democrazia sovranazionale*, Utet, Torino.
- Montani G. (2014), Il dogma tedesco in chiave europea, *il Mulino*, 14 (1), pp. 77-84.
- Montani G. (2015), The German Question and the European Question. Monetary Union and European Democracy after the Greek Crisis, Università di Pavia, *DEM Working Paper Series*, No. 105 (09-15).
- Moore B. J. (1988), *Horizontalists and Verticalists. The macroeconomics of credit money*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, New York.
- Morishima M. (1992), *Capital and Credit. A New Formulation of General Equilibrium Theory*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.

- Morris C. R. (2008), *The Trillion Dollar Meltdown. Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash*, PublicAffairs, New York, ed. it.: *Crack. Come siamo arrivati al collasso del mercato e cosa ci riserva il futuro*, Elliot, Roma 2009.
- Moscato I. (2012), *From classical political economy to behavioral economics*, Egea, Milano.
- Moss B. H. (2005), a cura di, *Monetary Union in Crisis. The European Union as a Neoliberal Construction*, Palgrave Macmillan, New York.
- Muellbauer J. e L. Nunziata (2004), Forecasting (and explaining) US business cycles, *CEPR Discussion Paper*, No. 4584.
- Müller-Armack A. (1947), *Wirtschaftslenkung und Marktwirtschaft*, Sonderausgabe, Kastell Verlag, München 1990.
- Müller-Armack A. (1956), *Soziale Marktwirtschaft*, in Beckerath E., Brinkmann C., et alia (1956), a cura di, *Handwörterbuch der Sozialwissenschaften*, Band 9, Stuttgart-Tübingen-Göttingen, pp. 390-392, ed. it.: *Economia sociale di mercato*, in Forte F. e F. Felice (2010), a cura di, *Il liberalismo delle regole. Genesi ed eredità dell'economia sociale di mercato*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 89-96.
- Musella M. e C. Panico (1995), *The Money Supply in the Economic Process. A Post Keynesian Perspective*, The International Library of Critical Writings in Economics, vol. 60, Edward Elgar, Aldershot, UK.
- Napoleoni C. e F. Ranchetti (1990), *Il pensiero economico del Novecento*, Piccola Biblioteca Einaudi, Torino.
- Nardozi G. e F. Silva (2013), *La globalizzazione dopo la crisi*, Francesco Brioschi Editore, Milano.
- Nechio F. (2011), Monetary Policy When One Size Does Not Fit All, Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Letter*, 2011-18, June 13.
- Nersisyan Y e R. L. Wray (2010), The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking, Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper*, n. 578.
- Nicholls A. J. (2000), *Freedom with Responsibility. The Social Market Economy in Germany, 1918-1963*, Clarendon Press, Oxford.
- Nilsen J. H. (2002), Trade Credit and the Bank Lending Channel, *Journal of Money, Credit and Banking*, 34 (1), pp. 226-253.
- Obstfeld M. e K. Rogoff (2000), *The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?*, in Bernanke B. S. e K. Rogoff (2000), a cura di, pp. *NBER Macroeconomics Annual, Volume 15*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, pp. 339-412.
- O'Driscoll G. e M. J. Rizzo (1996), *The Economics of Time and Ignorance*, Routledge, London and New York, ed. it.: *L'economia del tempo e dell'ignoranza*, Rubbettino, Soveria Mannelli 2002.

- Offe C. (2014), *L'Europa in trappola. Riuscirà l'Ue a superare la crisi?*, il Mulino, Bologna.
- Ohanian L. E. (2010), The Economic Crisis from a Neoclassical Perspective, *Journal of Economic Perspectives*, 24 (4), pp. 45-66.
- Ohlin B. (1937a), Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment I, *Economic Journal*, 47 (185), pp. 53-69.
- Ohlin B. (1937b), Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment II, *Economic Journal*, 47 (186), pp. 221-240.
- Ohlin B., Robertson D. H. e R. G. Hawtrey (1937), Alternative Theories of the Rate of Interest: Three REjoinders, *Economic Journal*, 47 (187), pp. 423-443.
- Oliver H. M. (1960), German Neoliberalism, *Quarterly Journal of Economics*, 74 (1), pp. 117-149.
- Onado M. (2000), *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, il Mulino, Bologna.
- Onado M. (2009), *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Laterza, Roma-Bari.
- Orléan A. (2009), *De l'euphorie à la panique. Penser la crise financière*, Éditions de la Rue d'Ulm, Paris, ed. it.: *Dall'euforia al panico. Pensare la crisi finanziaria e altri saggi*, Ombre corte/Uninomade 2010.
- Padoa-Schioppa T. (2004), *La lunga via per l'euro*, il Mulino, Bologna.
- Pagano P. e M. Sbracia (2014), The secular stagnation hypothesis: a review of the debate and some insights, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, Number 231 – September.
- Palley T. I. (2002), Endogenous Money: What It Is and Why It Matters, *Metroeconomica*, 53 (2), pp. 152-180.
- Palley T. I. (2012), *From Financial Crisis to Stagnation. The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Palley T. I. (2013a), *Financialization. The Economics of Finance Capital Domination*, Palgrave Macmillan, New York.
- Palley T. I. (2013b), Europe's Crisis Without End: The Consequences of Neoliberalism, *Contributions to Political Economy*, 32, pp. 29-50.
- Palmieri G. (2009), *Temi attuali di economia*, Malatesta Editrice.
- Papadimitriou D. B. e L. R. Wray (2010), a cura di, *The Elgar Companion to Hyman Minsky*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Parboni R. (1984), *Moneta e monetarismo. Da Keynes a Friedman*, il Mulino, Bologna.
- Parker R. E. e R. Whaples (2013), *Routledge Handbook of Major Events in Economic History*, Routledge, London and New York.

- Parkin M. (1986), The Output-Inflation Trade-Off When Prices Are Costly to Change, *Journal of Political Economy*, 94 (1), pp. 200-224.
- Parlamento europeo (2014), *Riesame del “six-pack” e del “two-pack”*, disponibile online all’indirizzo: <http://www.europarl.europa.eu/EPRS/EPRS-AaG-542182-Review-six-pack-two-pack-IT.pdf>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Parravicini G. (1983), *Economia monetaria e creditizia*, Utet, Torino.
- Parsi V. (2012), *La fine dell’uguaglianza. Come la crisi economica sta distruggendo il primo valore della nostra società*, Mondadori, Milano.
- Pasche C. e S. Peters (1997), Les premiers pas de la Société du Mont-Pèlerin ou les dessous chics du néolibéralisme, *Les Annuelles*, 8 (8), pp. 191-230.
- Pasinetti L. L. (1974), *Growth and Income Distribution. Essays in Economic Theory*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, ed. it.: *Sviluppo economico e distribuzione del reddito. Saggi di teoria economica*, il Mulino, Bologna 1977.
- Pasinetti L. L. (1997), *The Principle of Effective Demand*, in Harcourt G. C. e P. A. Riach (1997), a cura di, *A ‘Second Edition’ of the General Theory*, vol. 1, Routledge, London, pp. 93-104.
- Pasinetti L. L. (1998), The myth (or folly) of the 3% deficit/GDP Maastricht ‘parameter’, *Cambridge Journal of Economics*, 22, pp. 103-116.
- Pasinetti L. L. (2007), *Keynes and the Cambridge Keynesians. A ‘Revolution in Economics’ to be accomplished*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, ed. it.: *Keynes e i Keynesiani di Cambridge. Una ‘rivoluzione in economia’ da portare a compimento*, Laterza, Roma-Bari 2010.
- Passarella M. e Baron H. (2011), Competition without equilibrium. The ‘entrepreneurial discovery’ in Austrian Economic Theory, *MPR Paper*, No. 28505.
- Patinkin D. (1948), Price Flexibility and Full Employment, *American Economic Review*, 38 (4), pp. 543-564.
- Patinkin D. (1956), *Money, Interest, and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory*, Row Peterson, Evanston, IL.
- Patinkin D. (1968), Il processo cumulativo di Wicksell nella teoria e nella pratica, *Moneta e Credito*, 21 (84), pp. 363-374.
- Patinkin D. (1972), Sulla non neutralità a breve termine della moneta nella teoria quantitativa, *Moneta e Credito*, 25 (97), pp. 3-21.
- Patinkin D. (1990), In difesa del modello IS-LM, *Moneta e Credito*, 43 (170), pp. 255-272.
- Peacock A. e H. Willgerodt (1989a), *Germany’s Social Market Economy: Origins and Evolution*, Palgrave Macmillan, New York.
- Peacock A. e H. Willgerodt (1989b), a cura di, *German Neo-Liberals and the Social Market Economy*, Palgrave Macmillan, New York.

- Pecchi L. e G. Piga (2008), a cura di, *Revisiting Keynes: Economic Possibilities for Our Grandchildren*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, ed. it.: *Il ventunesimo secolo di Keynes. Economia e società per le nuove generazioni*, Luiss University Press, Roma 2011.
- Peden G. C. (1980), Keynes, the Treasury and Unemployment in the Later Nineteen-Thirties, *Oxford Economic Papers*, 32 (1), pp. 1-18.
- Peden G. C. (1984), The “Treasury View” on Public Works and Employment in the Interwar Period, *The Economic History Review*, 37 (2), pp. 167-181.
- Pennington M. (2015), *Constitutional Political Economy and Austrian Economics*, in Boettke P. J. e C. J. Coyne (2015), a cura di, *The Oxford Handbook of Austrian Economics*, Oxford University Press, Oxford and New York, pp. 464-489.
- Perez C. (2009), The double bubble at the turn of the century: technological roots and structural implications, *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp. 779-805.
- Pettis M. (2013), *The Great Rebalancing. Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Phelps E. S. (1967), Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time, *Economica*, 34 (135), pp. 254-281.
- Phelps E. S. (1968), Money, Wage Dynamics, and Labour Market Equilibrium, *Journal of Political Economy*, 76 (4), pp. 678-711.
- Philippon T. e A. Reshef (2013), An International Look at the Growth of Modern Finance, *Journal of Economic Perspectives*, 27 (2), pp. 73-96.
- Phillips A. W. (1958), The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957, *Economica*, 25 (100), pp. 283-299.
- Pifferi M. e A. Porta (2003), *La Banca centrale europea. La politica monetaria nell'area dell'euro*, Egea, Milano.
- Pigou A. C. (1917), The Value of Money, *Quarterly Journal of Economics*, 32, pp. 38-65.
- Pigou A. C. (1943), The Classical Stationary State, *Economic Journal*, 53, pp. 343-351.
- Piketty T. (2013), *Le Capital au XXI^e siècle*, Éditions du Seuil, Paris, ed. it.: *Il capitale nel XXI secolo*, Bompiani, Milano.
- Pilbeam K. (2005), *Finance and financial markets*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- Pivetti M. (2013), On the Gloomy European Project: An Introduction, *Contributions to Political Economy*, 32, pp. 11-27.
- Plehwe D. (2009), *Introduction*, in Mirowski P. e D. Plehwe (2009), a cura di, *The Road from Mont Pèlerin. The Making of the Neoliberal Thought Collective*, Harvard University Press, Cambridge Massachusetts, London, England, pp. 1-42.
- Podolsky T. M. (1986), *Financial Innovation and the Money Supply*, Basil Blackwell, Oxford, New York.

- Polanyi K. (1944), *The Great Transformation. The Political and Economic Origins of Our Time*, Holt, Rinehart & Winston, Austin, ed. it.: *La grande trasformazione. Le origini economiche e politiche della nostra epoca*, Einaudi, Torino 2000.
- Ptak R. (2002), *Chefsache. Basta! Der Neoliberalismus als antiegalitäre, antidemokratische Leitideologie*, in Paech N., Spoo E. e R. Butenschön (2002), a cura di, *Demokratie – wo und wie*, VSA Verlag, Hamburg, pp. 87-102.
- Ptak R. (2004), *Vom Ordoliberalismus zur Sozialen Marktwirtschaft. Stationen des Neoliberalismus in Deutschland*, Springer Fachmedien, Wiesbaden.
- Ptak R. (2009), *Neoliberalism in Germany: Revisiting the Ordoliberal Foundations of the Social Market Economy*, in Mirowski P. e D. Plehwe (2009), a cura di, *The Road from Mont Pèlerin. The Making of the Neoliberal Thought Collective*, Harvard University Press, Cambridge Massachusetts, London, England, pp. 98-138.
- Quiggin J. (2010), *Zombie Economics. How Dead Ideas Still Walk Among Us*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Radcliffe Committee (1959), *Report of the Committee on the Working of the Monetary System*, London, HMSO, Cmnd. 827, ed. it.: *Rapporto Radcliffe sul funzionamento del sistema monetario inglese*, Giuffrè e Cariplo, Collana Internazionale di Saggi Monetari e Creditizi, vol. 1., 1962.
- Rajan R. (2006), *Has Finance Made the World Riskier?*, *European Financial Management*, 12 (4), pp. 499-533.
- Rajan R. (2010), *Fault Lines. How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press, Princeton, ed. it.: *Terremoti finanziari. Come le fratture nascoste minacciano l'economia mondiale*, Einaudi, Torino 2012.
- Rajan R. e L. Zingales (2003a), *Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*, *NBER Working Paper*, No. 9595.
- Rajan R. e L. Zingales (2003b), *Saving capitalism from the capitalists: unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity*, Princeton University Press, Princeton, ed. it.: *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Einaudi, Torino 2004.
- Rampa L. (1988), *L'economia keynesiana*, ISEDI, Torino.
- Ramsey F. P. (1928), *A Mathematical Theory of Saving*, *Economic Journal*, 38 (152), pp. 543-559.
- Rancièrè R. e Kumhof M. (2010), *Inequality, Leverage and Crises*, *IMF Working Paper*, WP/10/268.
- Realfonzo R. (1996), *Moneta e banca. La teoria e il dibattito (1900-1940)*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli.
- Reich R. (2010), *Aftershock. The Next Economy and America's Future*, Vintage Books, New York, ed. it.: *Aftershock. Il futuro dell'economia dopo la crisi*, Fazi Editore, Roma 2011.

- Reinhart C. M. e K. S. Rogoff (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, ed. it.: Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria, il Saggiatore, Milano 2010.
- Reinhart C. M. e K. S. Rogoff (2010), Growth in a Time of Debt, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 100, pp. 573-578.
- Richter R. (1999), *Deutsche Geldpolitik 1948-1998 im Spiegel der zeitgenössischen wissenschaftlichen Diskussionen*, Mohr Siebeck, Tübingen.
- Richter R. (2012), German “Ordnungstheorie” from the Perspective of the New Institutional Economics, *Schmollers Jahrbuch*, 132 (4), pp. 473-500.
- Riha T. (1985), *German Political Economy: The History of an Alternative Economics*, MCB University Press, Bradford.
- Ritschl A. (2002), *Deutschlands Krise und Konjunktur 1924-1934. Binnenkonjunktur, Auslandsverschuldung und Reparationsproblem zwischen Dawes-Plan und Transfersperre*, Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte, Beiheft 2, Akademie Verlag, Berlin.
- Ritter G. A. (1991), *Der Sozialstaat. Entstehung und Entwicklung im internationalen Vergleich*, R. Oldenbourg Verlag, München, ed. it.: *Storia dello Stato sociale*, Laterza, Roma-Bari 1996.
- Ritter L. S. (1963), *The Role of Money in Keynesian Theory*, in Carson D. (1963), a cura di, *Banking and Monetary Studies*, Irving, Homewood, Illinois, pp. 134-150.
- Robbins L. (1932), *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, Macmillan, London.
- Robbins L. (1934), *The Great Depression*, Macmillan, London, ed. it.: *Di chi la colpa della Grande crisi? E la via d'uscita*, Giulio Einaudi Editore, Torino 1935.
- Robertson D. H. (1934), Industrial Fluctuation and the Natural Rate of Interest, *Economic Journal*, 44 (176), pp. 650-656.
- Robertson D. H. (1940), *Essays in Monetary Theory*, P.S. King, London, ed. it.: *Saggi di teoria monetaria*, La Nuova Italia, Firenze 1956.
- Robinson J. V. (1971), *Economic Heresies. Some Old-Fashioned Questions in Economic Theory*, Basic Books, Inc., London and Basingstoke, ed. it.: *Eresie dell'economia. Un riesame della teoria per il nuovo dibattito economico*, Etas Kompass, Milano 1972.
- Robinson J. V. (1972), The Second Crisis of Economic Theory, *American Economic Review*, 62 (1/2), pp. 1-10.
- Robinson J. V. (1974), What Has Become of the Keynesian Revolution?, *Challenge*, 16 (6), pp. 6-11, ed. it.: *Che ne è stato della rivoluzione keynesiana?*, in Robinson J. V. (1991), *Occupazione, distribuzione e crescita*, il Mulino, Bologna, pp. 105-115.
- Rochon L. P. (1999), *Credit, Money and Production. An Alternative Post-Keynesian Approach*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Rodano G. (2000), *Lezioni di Macroeconomia*, Carocci Editore, Roma.

- Rodrik D. (2004), *Industrial Policy for the Twenty-First Century*, Harvard University, John F. Kennedy School of Government, *Faculty Research Working Paper Series*, RWP04-047.
- Rodrik D. (2011), *The Globalization Paradox. Democracy and the Future of the World Economy*, W. W. Norton & Company, London, New York, ed. it.: *La globalizzazione intelligente*, Laterza, Roma-Bari 2015.
- Rogers C. (2008), *The Principle of Effective Demand and the State of Post Keynesian Monetary Economics*, The University of Adelaide School of Economics, *Research Paper*, No. 2008-04.
- Romer D. (2000), *Keynesian Macroeconomics Without the LM Curve*, *Journal of Economic Perspectives*, 14 (2), pp. 149-169.
- Romer D. (2012), *Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill Irwin, New York.
- Romer P. M. (1986), *Increasing Returns and Long-Run Growth*, *Journal of Political Economy*, 94 (5), pp. 1002-1037.
- Romer P. M. (1990), *Endogenous Technological Change*, *Journal of Political Economy*, 98 (5), pp. 71-102.
- Roncaglia A. (2003), *La ricchezza delle idee. Storia del pensiero economico*, Laterza, Roma-Bari.
- Roncaglia A. (2010), *Economisti che sbagliano. Le radici culturali della crisi*, Laterza, Roma-Bari.
- Roncaglia A. (2013), *Hyman Minsky's Monetary Production Economy*, *PSL Quarterly Review*, 66 (265), pp. 77-94.
- Röpke W. (1926), *Kredit und Konjunktur*, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 124. Band, III. Folge, 69. Band, pp. 243-285.
- Röpke W. (1936), *Crises and Cycles*, William Hodge & Company, London.
- Röpke W. (1942), *Die Gesellschaftskrisis der Gegenwart*, 6. Auflage, Haupt Verlag, Bern 1979, ed. it.: *La crisi sociale del nostro tempo*, Einaudi Torino 1946.
- Röpke W. (1944), *Civitas humana. Grundfragen der Gesellschafts- und Wirtschaftsreform*, 4. Auflage, Haupt Verlag, Bern 1979, ed. it.: *Civitas humana. I problemi fondamentali di una riforma sociale ed economica*, Rizzoli, Milano-Roma 1947.
- Röpke W. (1945), *Internationale Ordnung – heute*, 3. Auflage, Haupt Verlag, Bern 1979, ed. it.: *L'ordine internazionale. Economia mondiale e spazi vitali. Nazionalismo e internazionalismo. Materie prime e monopoli*, Rizzoli, Milano-Roma 1946.
- Röpke W. (1958), *Jenseits von Angebot und Nachfrage*, Eugen Rentsch Verlag, Erlenbach-Zürich, ed. it.: *Al di là dell'offerta e della domanda. Verso un'economia umana*, Rubbettino, Soveria Mannelli 2015.
- Röpke W. (2004), *Democrazia ed economia. L'umanesimo liberale nella civitas humana*, il Mulino, Bologna.

- Rossi S. (2009), *Controtempo. L'Italia nella crisi mondiale*, Laterza, Roma-Bari.
- Rothbard M. N. (1963), *America's Great Depression*, third edition, Sheed and Ward, Kansas City 1972.
- Rothbard M. N. (1996), *Economic Depressions: Their Cause and Cure*, in Ebeling R. M. (1996), a cura di, *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, pp. 65-91.
- Roubini N. e S. Mihm (2010), *Crisis Economics. A Crash Course in the Future of Finance*, The Penguin Press, New York, ed. it.: *La crisi non è finita*, Feltrinelli, Milano 2010.
- Rousseas S. W. (1989), On the Endogeneity of Money Once More, *Journal of Post Keynesian Economics*, 11 (3), pp. 474-478.
- Rousseas S. W. (1992), *Post Keynesian Monetary Economics*, M. E. Sharpe, London, New York.
- Rüstow A. (1932) *Freie Wirtschaft – Starcker Staat (Die staatspolitischen Voraussetzungen des wirtschaftspolitischen Liberalismus)*, in Hoch W. (1963), a cura di, *Alexander Rüstow: Rede und Antwort*, Verlag Martin Hoch, Ludwigsburg, pp. 249-258.
- Ryan-Collins J. R., Greenham T., Werner R. e A. Jackson (2012), *Where Does Money Come From? A Guide to the UK Monetary and Banking System*, New Economics Foundation, London.
- Sadowski Z. L. e A. Szeworski (2004), a cura di, *Kalecki's Economics Today*, Routledge, London, New York.
- Salerno J. T. (2012), A Reformulation of Austrian Business Cycle Theory in Light of the Financial Crisis, *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 15 (1), pp. 3-44.
- Salin P. (1990), *La vérité sur la monnaie*, Odile Jacob, Paris.
- Salin P. (2009a), *Revenir au capitalisme pour éviter les crises*, Odile Jacob, Paris, ed. it.: *Ritornare al capitalismo per evitare la crisi*, Rubbettino, Soveria Mannelli 2011.
- Salin P. (2009b), *La crisi finanziaria: cause, conseguenze, soluzioni*, in Mingardi A. (2009), a cura di, *La crisi ha ucciso il libero mercato?*, IBL Libri, Torino, pp. 157-176.
- Sally R. (1996), Ordoliberalism and the Social Market: Classical Political Economy from Germany, *New Political Economy*, 1 (2), pp. 233-257.
- Sally R. (1998), *Classical Liberalism and International Economic Order: Studies in theory and intellectual history*, Routledge, London and New York.
- Samuelson P. A. (1948), *Economics: An Introductory Analysis*, third and fourth edition, McGraw-Hill, New York 1955, 1958.
- Samuelson P. A. e R. M. Solow (1960), Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 50 (2), pp. 177-194.
- Sanchis i Marco M. (2014), *The Economics of the Monetary Union and the Eurozone Crisis*, SpringerBriefs in Economics, eBook.

- Sapir J. (2012), *Faut-il sortir de l'euro?*, Éditions du Seuil, Paris, ed. it.: *Bisogna uscire dall'euro?*, Ombre corte, Verona.
- Saraceno C. (2013), *Il welfare. Modelli e dilemmi della cittadinanza sociale*, il Mulino, Bologna.
- Sardoni C. (1997), *Keynes and Marx*, in Harcourt G. C. e P. A. Riach (1997), a cura di, *A 'Second Edition' of The General Theory*, vol. 2, Routledge, London and New York, pp. 261-283.
- Schäuble W. (2010), *A plan to tackle Europe's debt mountain*, disponibile online all'indirizzo: <http://europesworld.org/2010/10/01/a-plan-to-tackle-europes-debt-mountain/#.WfiqLq2h1R4>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Schäuble W. e K. Lahmers (1994), *Überlegungen zur europäischen Politik*, disponibile online all'indirizzo: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/schaeuble-lamers-papier-1994.pdf?__blob=publicationFile&v=1, consultato il 15 ottobre 2017.
- Schlesinger H. (1982), *The Setting of Monetary Objectives in Germany*, in Meek P. (1982), a cura di, *Central Bank Views on Monetary Targeting*, Federal Reserve Bank of New York, pp. 6-17.
- Schmitt-Grohé S., Uribe M. e M. Woodford (2015), *International Macroeconomics*, Columbia University.
- Schularick M. e A. M. Taylor (2012), Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008, *American Economic Review*, 102 (2), pp. 1029-1061.
- Schüller A. e H. G. Krüsselberg (1992), a cura di, *Grundbegriffe zur Ordnungstheorie und politischen Ökonomie*, Philipps-Universität, Marburg.
- Schumpeter J. A. (1912), *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, Duncker & Humblot, Berlin, ed. it.: *Teoria dello sviluppo economico*, Sansoni Editore, Firenze 1977.
- Schumpeter J. A. (1917), Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige. Glossen und Beiträge zur Geldtheorie von heute, *Arkiv für Sozialwissenschaften und Sozialpolitik*, pp. 627-715, ed. ing.: (1956), Money and the Social Product, *International Economic Papers*, 6, pp. 148-211.
- Schumpeter J. A. (1936), The General Theory of Employment, Interest and Money (Review), *Journal of the American Statistical Association*, 31 (196), pp. 791-795.
- Schumpeter J. A. (1939), *Business Cycles: A theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process*, McGraw Hill, New York 1964, ed. it.: *Il processo capitalistico. Cicli economici*, Bollati Boringhieri, Torino 1977.
- Schumpeter J. A. (1943), *Capitalism in the Postwar World*, in Harris S. (1943), a cura di, *Postwar Economic Problems*, McGraw-Hill, Londra, pp. 113-126, rist. in Schumpeter J. A. (1951), *Essays on Economic Topics of J. A. Schumpeter*, Kennikat Press, Port Washington, New York, pp. 170-183.

- Schumpeter J. A. (1946), John Maynard Keynes 1883-1946, *American Economic Review*, 36 (4), pp. 495-518.
- Schumpeter J. A. (1954), *History of Economic Analysis*, Oxford University Press, New York, ed. it. : *Storia dell'analisi economica*, Bollati Boringhieri 1990, volume primo: *Dai primordi al 1790*, volume secondo: *Dal 1790 al 1870*, volume terzo: *Dal 1870 a Keynes*.
- Sdrulevich A. (1981), a cura di, *La teoria monetaria dai classici a Keynes*, Liguori Editore, Napoli.
- Sechrest L. J. (1993), *Free Banking: Theory, History, and a Laissez-Faire Model*, Quorum Books, Westport CT.
- Seidman L. (2012), Keynesian stimulus versus classical austerity, *Review of Keynesian Economics*, Inaugural Issue, Autumn, pp. 77-92.
- Selgin G. A. (1988), *The Theory of Free Banking: Money Supply under Competitive Note Issue*, Roman and Littlefield, Totowa, NJ.
- Selgin G. A. (1994), Free Banking and Monetary Control, *Economic Journal*, 104 (427), pp. 1449-1459.
- Selgin G. A. (2015), Hayek and Free Banking, *Cato at Liberty*, 18 luglio, disponibile online all'indirizzo: <https://www.cato.org/blog/hayek-free-banking>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Sen A. (2012), Europa va a scuola da Keynes, *La Repubblica*, 15 giugno, disponibile online all'indirizzo: <http://temi.repubblica.it/micromega-online/europa-va-a-scuola-di-keynes/>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Sen A. (2013), Infelicità delle istituzioni europee, *Il Sole 24 Ore*, 27 gennaio, disponibile online all'indirizzo: http://www.ilsole24ore.com/art/cultura/2013-01-24/infelicit%C3%A0-istituzioni-europee-195150.shtml?uuid=AbhTarNH&p=3&refresh_ce=1, consultato il 15 ottobre 2017.
- Setterfield M. (2002), a cura di, *The Economics of Demand-led Growth. Challenging the Supply-side Vision of the Long Run*, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Shackle G. L. S. (1983), *The Years of High Theory. Invention & Tradition in Economic Thought 1926-1939*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, First paperback edition, ed. it.: *Gli anni dell'alta teoria: invenzione e tradizione nel pensiero economico 1926-1939*, Istituto della Enciclopedia Italiana, 1984.
- Shiller R. J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, ed. it.: *Euforia irrazionale. Alti e bassi di Borsa*, il Mulino, Bologna.
- Shiller R. J. (2008), *The subprime solution: how today's global financial crisis happened, and what to do about it*, Princeton University Press, Princeton, ed. it.: *Finanza shock. Come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Egea, Milano 2009.
- Shleifer A. (2000), *Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, Oxford.

- Sievert O. (1993), *Geld das man nicht selbst herstellen kann – Ein ordnungspolitisches Plädoyer für die Europäische Währungsunion*, in Bofinger P., Collignon S. e E. Lipp (1993), a cura di, *Währungsunion oder Währungschaos? Was kommt nach der D-Mark?*, Gabler, Wiesbaden, pp. 13-24.
- Sievert O. (2003), *Vom Keynesianismus zur Angebotspolitik*, in Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2003), a cura di, *Vierzig Jahre Sachverständigenrat 1963-2003*, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.
- Silva J. S. (2011), Why Do German and U.S. Reactions to the Financial Crisis Differ?, *German Politics and Society*, 29 (4), pp. 68-77.
- Simonazzi A., Ginzburg A. e G. Nocella (2013), Economic relations between Germany and southern Europe, *Cambridge Journal of Economics*, 37, pp. 653-675.
- Simons H. C. (1936), Rules versus Authorities in Monetary Policy, *Journal of Political Economy*, 44 (1), pp. 1-30.
- Sinn H. W. (2002), Die rote Lanterne. Die Gründe für Deutschlands Wachstumsschwäche und die notwendigen Reformen, *ifo Schnelldienst*, 55. Jahrgang, 23/2002.
- Sinn H. W. (2003), *Ist Deutschland noch zu retten?*, Econ, Berlin, ed. ing.: *Can Germany Be Saved?. The Malaise of the World's First Welfare State*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts 2007.
- Sinn H. W. (2005), Basar-Ökonomie Deutschland: Exportweltmeister oder Schlusslicht?, *ifo Schnelldienst*, 58. Jahrgang, 6/2005, pp. 3-52.
- Sinn H. W. (2010a), *Kasino Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*, Ullstein Taschenbuch, Berlin, ed. ing.: *Casino Capitalism. How the Financial Crisis Came About and What Needs to Be Done Now*, Oxford University Press, Oxford and New York 2010.
- Sinn H. W. (2010b), Rescuing Europe, *CESifo Forum*, Volume 11, Special Issue, pp. 1-22.
- Sinn H. W. (2011), *The ECB's stealth bailout*, disponibile online all'indirizzo: <http://voxeu.org/article/ecb-s-stealth-bailout>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Sinn H. W. (2012), a cura di, The European Balance of Payments Crisis, *CESifo Forum*, Volume 13, Special Issue.
- Sinn H. W. (2014a), *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford and New York.
- Sinn H. W. (2014b), *Gefangen im Euro*, Redline Verlag, München.
- Sinn H. W. (2014c), Austerity, Growth and Inflation: Remarks on the Eurozone's Unresolved Competitiveness Problem, *The World Economy*, 37 (1), pp. 1-13.
- Sinn H. W. e R. Koll (2000), The Euro, Interest Rates and European Economic Growth, *CESifo Forum*, Volume 1 (3), pp. 30-31.

- Sinn H. W. e M. Reutter (2001), The Minimum Inflation Rate for Euroland, *NBER Working Paper*, No. 8085.
- Sinn H. W. e T. Wollmershäuser (2011), Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility, *NBER Working Paper*, No. 17626.
- Sinn H. W., Holzner C., Meister W., Ochel W. e M. Werding (2002), Aktivierende Sozialhilfe. Ein Weg zu mehr Beschäftigung und Wachstum, *ifo Schnelldienst*, 55. Jahrgang, 9/2002.
- Skidelsky R. (1996), *Keynes*, Oxford University Press, Oxford, ed. it.: *Keynes*, il Mulino, Bologna 1998.
- Skidelsky R. (2003), *John Maynard Keynes 1883-1946: Economist, Philosopher, Statesman*, Penguin Books, London.
- Skidelsky R. (2009), *Keynes. The Return of the Master*, Public Affairs, New York.
- Skidelsky R. (2010), *Interpreting the Great Depression: Hayek versus Keynes*, disponibile online all'indirizzo: <http://www.skidelskyr.com/site/article/interpreting-the-great-depression-hayek-versus-keynes/>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Skidelsky R. (2011), The Relevance of Keynes, *Cambridge Journal of Economics*, 35 (1), pp. 1-13.
- Skidelsky R. (2012), *The Austere Land*, disponibile online all'indirizzo: <https://newrepublic.com/article/104220/austerity-keynes-uk-us-skidelsky/>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Skidelsky R. e E. Skidelsky (2012), *How much is enough?*, Penguin Group, London, ed. it.: *Quanto è abbastanza*, Mondadori, Milano 2013.
- Skousen M. (1990), *The Structure of Production*, New York University Press, New York.
- Smets F. e R. Wouters (2003), An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the euro area, *Journal of the European Economic Association*, 1 (5), pp. 1123-1175.
- Smets F. e R. Wouters (2007), Shocks and frictions in US business cycles: A Bayesian DSGE approach, *American Economic Review*, 97 (3), 586-606.
- Smith A. (1776), *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Oxford University Press, Oxford 1976, ed. it.: *La ricchezza delle nazioni*, Utet, Torino 1996.
- Smithin J. N. (1990), *Macroeconomics after Thatcher and Reagan. The Conservative Policy Revolution in Retrospect*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Smithin J. N. (2000), a cura di, *What is Money?*, Routledge, London and New York.
- Smithin J. N. (2003), *Controversies in Monetary Economics*, revised edition, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.

- Smithin J. N. (2006), The theory of interest rates, in Arestis P. e M. Sawyer (2006), a cura di, *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Snowdon B. e H. R. Vane (1999), *Conversations with Leading Economists. Interpreting Modern Macroeconomics*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Snowdon B. e H. R. Vane (2002), a cura di, *An Encyclopedia of Macroeconomics*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Snowdon B. e H. R. Vane (2005), *Modern Macroeconomics. Its Origins, Development and Current State*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Solow R. M. (1956), A Contribution to the Theory of Economic Growth, *Quarterly Journal of Economics*, 70 (1), pp. 665-694.
- Solow R. M. (1957), Technical Change and the Aggregate Production Function, *Review of Economics and Statistics*, 39 (3), pp. 312-320.
- Solow R. M. (1963), *Capital Theory and the Rate of Return*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam.
- Solow R. M. (2000), La teoria neoclassica della crescita e della distribuzione, *Moneta e Credito*, 53 (210), pp. 149-185.
- Somma A. (2014), *La dittatura dello spread. Germania, Europa e crisi del debito*, DeriveApprodi, Roma.
- Sowell T. (1972), *Say's Law: An Historical Analysis*, Princeton University Press, Princeton.
- Spinelli A. e E. Rossi (2010), *Il Manifesto di Ventotene*, RCS Quotidiani, Milano o, su licenza di Arnoldo Mondadori Editore, Milano.
- Spinelli B. (2014), *La sovranità assente*, Giulio Einaudi Editore, Torino.
- Starbatty J. (2013), *Tatort Euro. Bürger, schützt das Recht, die Demokratie und euer Vermögen*, Europa Verlag, Berlin.
- Steil B. (2013), *The Battle of Bretton Woods. John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*, Princeton University Press, Princeton, ed. it.: *La battaglia di Bretton Woods. John Maynard Keynes, Harry Dexter White, e la nascita di un nuovo ordine mondiale*, Donzelli Editore, Roma 2015.
- Stiglitz J. E. (2010), *Freefall. America, Free markets, and the Sinking of the World Economy*, W. W. Norton & Company, New York, London, ed. it.: *Bancarotta. L'economia globale in caduta libera*, Einaudi, Torino 2010.
- Stiglitz J. E. (2012), *The Price of Inequality*, W. W. Norton & Company, New York, London, ed. it.: *Il prezzo della disuguaglianza. Come la società di oggi minaccia il nostro futuro*, Einaudi, Torino.
- Stiglitz J. E. (2013), Macroeconomia oltre l'austerità, *Il Sole 24 ore*, 28 aprile.

- Stiglitz J. E. (2016), *The Euro: And its Threat to the Future of Europe*, Penguin Random House, UK, ed. it.: *L'Euro: Come una moneta comune minaccia il futuro dell'Europa*, Einaudi, Torino 2017.
- Stiglitz J. E. e B. Greenwald (2003), *Towards a new paradigm in monetary economics*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, ed. it.: *Verso un nuovo paradigma dell'economia monetaria*, Vita e Pensiero, Milano 2008.
- Stiglitz J. E. e D. Heymann (2014), a cura di, *Life After Debt. The Origins and Resolutions of Debt Crisis*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, New York..
- Stiglitz J. E. e A. Weiss (1990), Banks as Special Accountants and Screening Devices for the Allocation of Credit, *Greek Economic Review*, 12, Supplement, pp. 85-118.
- Stock J. H. e M. W. Watson (2003), Has the Business Cycle Changed? Evidence and Explanations, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Policy Symposium, Jackson Hole, *Proceedings*, pp. 9-56.
- Storm S. e C. W. M. Naastepad (2012), *Macroeconomics Beyond the Nairu*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- Storm S. e C. W. M. Naastepad (2015a), Europe's Hunger Games: Income Distribution, Cost Competitiveness and Crisis, *Cambridge Journal of Economics*, 39 (3), pp. 959-986.
- Storm S. e C. W. M. Naastepad (2015b), Nairu economics and the Eurozone crisis, *International Review of Applied Economics*, 29 (6), pp. 843-877.
- Storm S. e C. W. M. Naastepad (2015c), Crisis and recovery in the German economy: The real lessons, *Structural Change and Economic Dynamics*, 32, pp. 11-24.
- Storm S. e C. W. M. Naastepad (2016), Myths, Mix-ups, and Mishandlings: Understanding the Eurozone Crisis, *International Journal of Political Economy*, 45 (1), 46-71.
- Streeck W. (2009), *Re-Forming Capitalism. Institutional Change in the German Political Economy*, Oxford University Press, Oxford and New York.
- Streeck W. (2013), *Die vertagte Krise des demokratischen Kapitalismus*, Suhrkamp Verlag, Berlin, ed. it.: *Tempo guadagnato. La crisi rinviata del capitalismo democratico*, Feltrinelli Editore, Milano 2013.
- Streit M. E. (1991/92), *Die Interdependenz der Ordnungen – Eine Botschaft und ihre aktuelle Bedeutung*, in *Ordnung in Freiheit*, Walter Eucken Institut (Hrsg.), Tübingen.
- Streit M. E. e M. Wohlgemuth (2000), *Walter Eucken und Friedrich A. von Hayek: Initiatoren der Ordnungsökonomik*, in Külp B. e V. Vanberg (2000), a cura di, *Freiheit und wettbewerbliche Ordnung. Gedenkband zur Erinnerung an Walter Eucken*, Haufe, Freiburg, Berlin, München, pp. 461-498.
- Stuckler D. e S. Basu (2013), *L'economia che uccide. Quando l'austerità ci costa la vita*, Rizzoli, Milano.

- Summers L. (2014), U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound, *Business Economics*, 49 (2), pp. 65-73.
- Svensson L. E. O. (1999), Inflation targeting as a monetary policy rule, *Journal of Monetary Economics*, 43, pp. 238-242.
- Swan T. W. (1956), Economic Growth and Capital Accumulation, *Economic Record*, 32 (2), pp. 334-361.
- Sylos Labini P. (2003), Le prospettive dell'economia mondiale, *Moneta e Credito*, 56 (223), settembre, pp. 1-28.
- Szarvas P. (2013), *Ricca Germania, poveri tedeschi. Il lato oscuro del benessere*, Università Bocconi Editore, Milano.
- Taleb N. (2007), *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House, New York.
- Targetti F. (1988), *Nicholas Kaldor. Teoria e politica economica di un capitalismo in mutamento*, il Mulino, Bologna.
- Targetti F. e A. Fracasso (2008), *Le sfide della globalizzazione. Storia, politiche e istituzioni*, Francesco Brioschi Editore, Milano.
- Taylor J. B. (1980), Aggregate Dynamics and Staggered Contracts, *Journal of Political Economy*, 88 (1), pp. 1-23.
- Taylor J. B. (1993), Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214.
- Taylor J. B. (2000a), Teaching Macroeconomics at the Principles Level, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 90 (2), pp. 90-94.
- Taylor J. B. (2000b), Reassessing Discretionary Fiscal Policy, *Journal of Economic Perspectives*, 14 (3), pp. 21-36.
- Taylor J. B. (2009), *Getting Off Track: How Government Actions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press, Stanford University, Stanford, ed. it.: *Fuori strada. Come lo Stato ha causato, prolungato e aggravato la crisi finanziaria*, IBL Libri, Torino 2009.
- Taylor L. (2010), *Maynard's Revenge. The Collapse of Free Market Macroeconomics*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Tedesco F. (2004), *Introduzione a Hayek*, Laterza, Roma-Bari.
- Temin P. (1991), *Lessons from the Great Depression*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- Temin P. (2008), The German crisis of 1931: evidence and tradition, *Cliometrica*, 2, pp. 5-17.
- Temin P. (2010), The Great Recession and the Great Depression, *Daedalus*, 139 (4), pp. 115-124.

- Temin P. e D. Vines (2013), *The Leaderless Economy. Why the World Economic System Fell Apart and How to Fix It*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Temin P. e D. Vines (2014), *Keynes. Useful Economics for the World Economy*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- Teulings C. e R. Baldwin (2014), a cura di, *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, CEPR Press, A VoxEu.org eBook, London.
- Ternowetz U. (2003), a cura di, *Friedrich A. von Hayek e la Scuola Austriaca di Economia*, Rubbettino, Soveria Mannelli.
- The Economist (1999), *The sick man of the euro*, 3 giugno, disponibile online all'indirizzo: <http://www.economist.com/node/209559>, consultato il 15 ottobre 2017.
- The Economist (2002), *Going through the roof*, 28 maggio, disponibile online all'indirizzo: <http://www.economist.com/node/1057057>, consultato il 15 ottobre 2017.
- The Economist (2005), *In come the waves*, 16 giugno, disponibile online all'indirizzo: <http://www.economist.com/node/4079027>, consultato il 15 ottobre 2017.
- The G20 Toronto Summit Declaration (2010), disponibile online all'indirizzo: <file:///Users/andreakalajzic/Documents/G20%20Toronto%20Summit%20Declaration.webarchive>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Thirlwall A. P. (1991), Emu is no cure for problems with the balance of payments, *Financial Times*, 9 ottobre.
- Thirlwall A. P. (2002), *The Nature of Economic Growth. An Alternative Framework for Understanding the Performance of Nations*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Tietmeyer H. (1991), *The role of an independent central bank in Europe*, in Downes P. e R. Vaez-Zadeh (1991), a cura di, *The Evolving Role of Central Banks*, IMF, Washington DC, pp. 176-189.
- Tietmeyer H. (1999), *The Social Market Economy and Monetary Stability*, Economica, London.
- Tobin J. (1958), Liquidity Preference as Behavior Towards Risk, *Review of Economic Studies*, 25 (2), pp. 65-86.
- Tobin J. (1970), Money and Income: Post Hoc Ergo Propter Hoc?, *Quarterly Journal of Economics*, 84 (2), pp. 301-317.
- Tobin J. (1972), Inflation and Unemployment, *American Economic Review*, 62 (1/2), pp. 1-18.
- Trevithick J. A. (1992), *Involuntary Unemployment: Macroeconomics from a Keynesian Perspective*, Harvester-Wheatsheaf, London.
- Turner A. (2012), *Economics After the Crisis. Objectives and Means*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.

- Turner A. (2015), Interview with Adair Turner, *Money, Banking and Financial Markets*, April 16, disponibile online all'indirizzo: <https://www.moneyandbanking.com/commentary/2015/4/16/interview-with-adair-turner>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Turner A. (2016), *Between Debt and the Devil. Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Tymoigne E. (2009a), Securitization, Deregulation, Economic Stability and Financial Crisis, Part I – The Evolution of Securitization, Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper n. 573.1*.
- Tymoigne E. (2009b), Securitization, Deregulation, Economic Stability and Financial Crisis, Part II – Deregulation, the Financial Crisis and Policy Implications, Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper n. 573.2*.
- Tymoigne E. (2009c), *Central Banking, Asset Prices, and Financial Fragility*, Routledge, London and New York.
- Unger B. (2015), *The German Model Seen by its Neighbours*, SE Publishing.
- Valdès J. G. (1995), *Pinochet's Economists. The Chicago School in Chile*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Valli V. (1981), a cura di, *L'economia tedesca. La Germania Federale verso l'egemonia economica in Europa*, Etas Libri, Milano.
- Valli V. (2005), *Politica economica. Introduzione all'economia dello sviluppo*, Carocci Editore, Roma.
- Vanberg V. (1988), «Ordnungstheorie» as Constitutional Economics – The German Conception of a «Social Market Economy», *ORDO*, 39, pp. 17-31.
- Vanberg V. (2002), *Soziale Sicherheit*, Müller-Armacks „Soziale Irenik“ und die ordoliberalere Perspektive, in Hasse R. H. e F. Quaas (2002), a cura di, *Wirtschaftsordnung und Gesellschaftskonzept*, Haupt Verlag, Bern, pp. 227-260.
- Vanberg V. (2003), *F. A. Hayek e la Scuola di Friburgo*, in Ternowetz U. (2003), a cura di, *Friedrich A. von Hayek e la Scuola Austriaca di Economia*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 97-129.
- Vanberg V. (2004), The Freiburg School: Walter Eucken and Ordoliberalism, Walter Eucken Institut, *Freiburg Discussion Papers on Constitutional Economics*, 04/11, ed. it.: *La scuola di Friburgo: Walter Eucken e l'ordoliberalismo*, in Forte F., Felice F. e C. Forte (2012), a cura di, *L'economia sociale di mercato e i suoi nemici*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 129-164.
- Vanberg V. J. (2014), Ordnungspolitik, the Freiburg School and the Reason of Rules, *i-lex*, 21, pp. 205-220.
- Varoufakis Y. e S. Holland (2011), A Modest Proposal for Overcoming the Euro Crisis, Levy Economics Institute of Bard College, *Policy Note*, 2011/3.

- Varoufakis Y., Galbraith James K. e S. Holland (2015), *Una modesta proposta per risolvere la crisi dell'euro*, Asterios, Trieste.
- Varoufakis Y. (2016), *And The Weak Suffer What They Must? Europe, Austerity, and the Threat to Global Stability*, Penguin Random House, UK, ed. it.: *I deboli sono destinati a soffrire? L'Europa, l'austerità e la minaccia alla stabilità globale*, La nave di Teseo editore, Milano 2016.
- Varoufakis Y. (2017), *Adults in the Room. My Battle With Europe's Deep Establishment*, Farrar, Straus and Giroux, New York.
- Vercelli A. (1997), *Keynes, Schumpeter and beyond*, in Harcourt G. C. e P. A. Riach (1997), a cura di, *A 'Second Edition' of the General Theory*, vol. 2, Routledge, London, pp. 284-299.
- Vianello F. (2005), *La moneta unica europea*, disponibile online all'indirizzo: http://www.fernandovianello.unimore.it/site/home/una-selezione-di-scritti/15629Vianello_2005_UM.pdf, consultato il 15 ottobre 2017.
- Vicarelli F. (1979), a cura di, *Capitale industriale e capitale finanziario*, il Mulino Bologna.
- Vicarelli F. (1983), *Credito*, Dizionario di Economia Politica, diretto da Lunghini G., vol. 7, Bollati Boringhieri, Torino, pp. 9-111.
- Vicarelli F. (1989), *Keynes. L'instabilità del capitalismo*, il Mulino, Bologna.
- Visaggio M. (2011), *Macroeconomia. Come i modelli aiutano a comprendere i fatti economici*, McGraw-Hill, Milano.
- Visaggio M. (2012), *Teoria macroeconomica moderna. L'età dell'oro del paradigma classico*, McGraw-Hill, Milano.
- Wachtel P. (2003), How Much Do We Really Know about Growth and Finance?, Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic Review*, First Quarter, pp. 33-47.
- Wadbrook W. P. (1972), *West German Balance-of-Payments Policy. The Prelude to European Monetary Integration*, Praeger Publishers, New York, London.
- Wade R. H. (2012), Return of industrial policy?, *International Review of Applied Economics*, 26 (2), pp. 223-239.
- Walpen B. (2004), *Die Offenen Feinde und ihre Gesellschaft. Eine hegemonietheoretische Studie zur Mont Pèlerin Society*, VSA Verlag Hamburg.
- Walsh C. E. (2002), Teaching Inflation targeting: An Analysis for Intermediate Macro, *Journal of Economic Education*, 33 (4), pp. 333-347.
- Wapshott N. (2011), *Keynes Hayek: The Clash that Defined Modern Economics*, W. W. Norton & Company, New York, London, ed. it.: *Keynes o Hayek. Lo scontro che ha definito l'economia moderna*, Feltrinelli, Milano 2012.
- Watrin C. (1979), The Principles of the Social Market Economy – its Origins and Early History, *Zeitschrift für die gesamte Staatswirtschaft/Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 135 (3), pp. 405-425.

- Weber A. (2006), The role of interest rates in theory and practice – how useful is the concept of the natural real rate of interest for monetary policy?, *BIS Review*, 18/2006, pp. 1-9.
- Wehler H. U. (2013), *Die neue Umverteilung. Soziale Ungleichheit in Deutschland*, C. H. Beck Verlag, München.
- Weidmann J. (2013), *Krisenmanagement und Ordnungspolitik*, Walter-Eucken-Vorlesung, Freiburg, 11 febbraio, disponibile online all'indirizzo: https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_02_11_weidmann.html, consultato il 15 ottobre 2017.
- Weidman J. (2014), *Marktwirtschaftliche Prinzipien in der Währungsunion*, Vortrag bei der Verleihung des Wolfram-Engels Preises, Kronberg, 28 marzo, disponibile online all'indirizzo: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2014/2014_03_28_weidmann.html, consultato il 15 ottobre 2017.
- Weil D. N. (2013), *Economic Growth*, Pearson, Boston.
- Whalen C. (2001), Integrating Schumpeter and Keynes: Hyman Minsky's Theory of Capitalist Development, *Journal of Economic Issues*, 35 (4), pp. 33-47.
- White L. H. (1984), *Free Banking in Britain: Theory, Experience, and Debate, 1800-1845*, Cambridge University Press, Cambridge.
- White L. H. (2011), A Gold Standard with Free Banking Would Have Restrained the Boom and Bust, *Cato Journal*, 31 (3), pp. 497-504.
- Wicksell K. (1898a), *The Influence of the Rate of Interest on Commodity Prices*, in Wicksell K. (1958), *Selected Papers on Economic Theory*, a cura di Lindahl E., George Allen & Unwin, London, pp. 67-89, ed. it.: *L'influenza del tasso di interesse sul prezzo delle merci*, in Sdrulevich A. (1981), a cura di, *La teoria monetaria dai classici a Keynes*, Liguori Editore, Napoli, pp. 174-196.
- Wicksell K. (1898b), *Geldzins und Güterpreise. Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen*, Verlag von Gustav Fischer, Jena, ed. it.: *Interesse monetario e prezzo dei beni*, Utet, Torino 1977.
- Wicksell K. (1907), The Influence of the Rate of Interest on Prices, *Economic Journal*, 17 (66), pp. 213-220.
- Wohlgemuth M. (2006a), *Western Europe: German Unification, Integration, Globalisation – The German Social Market Economy Facing a Threefold Challenge*, in Kartik R. e J. Sideras (2006), a cura di, *Institutions, Globalisation and Empowerment*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, pp. 148-173.
- Wohlgemuth M. (2006b), *L'influenza de l'économie autrichienne sur le libéralisme allemand*, in Nemo P. e J. Petitot (2006), a cura di, *Histoire du libéralisme en Europe*, PUF, Paris, pp. 985-1030, ed. it.: *L'influenza dell'economia austriaca sul liberalismo tedesco*, in Nemo P. e J. Petitot (2013), a cura di, *Storia del liberalismo in Europa*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 865-902.

- Wolf M. (2007), *Villains and victims of global capital flows*, disponibile online all'indirizzo: <https://www.ft.com/content/f7d97f0c-1901-11dc-a961-000b5df10621>, consultato il 15 ottobre 2017.
- Wolf M. (2014), *The Shifts and the Shocks. What We've Learned – And Have Still to Learn – From the Financial Crisis*, Penguin Press, New York.
- Wolfson M. H. (1996), A Post Keynesian Theory of Credit Rationing, *Journal of Post Keynesian Economics*, 18, pp. 443-470.
- Woodford M. (2003), *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton.
- Woodford M. (2010), Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis, *Journal of Economic Perspectives*, 24 (4), pp. 21-44.
- Wray L. R. (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Edward Elgar, Aldershot.
- Wray L. R. (2009), The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach, *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp. 807-828.
- Wray L. R. (2010a), What Should Banks Do? A Minskyan Analysis, Levy Economics Institute of Bard College, *Public Policy Brief*, No. 115.
- Wray L. R. (2010b), Money, Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper*, No. 647.
- Wray L. R. (2012a), *Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Palgrave Macmillan, New York.
- Wray L. R. (2012b), *MMT and the Euro: Are Current Account Imbalances to Blame for the Euro Disaster?, Part 1*, disponibile online all'indirizzo: www.economonitor.com, consultato il 3 luglio 2015.
- Wray L. R. (2012c), *MMT and the Euro: Current Account Imbalances and the Euro Crisis, Part 2*, disponibile online all'indirizzo: www.economonitor.com, consultato il 3 luglio 2015.
- Wray L. R. (2016), *Why Minsky Matters. An Introduction to the Work of a Maverick Economist*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Wurgler J. (2000), Financial markets and the allocation of capital, *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 187-214.
- Young A. (1995), The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience, *Quarterly Journal of Economics*, 110 (3), pp. 641-680.
- Young A. T. (2015), *Austrian Business Cycle Theory*, in Boettke P. J. e C. J. Coyne (2015), a cura di, *The Oxford Handbook of Austrian Economics*, Oxford University Press, Oxford and New York, pp. 185-211.
- Young B. (2014), *The Power of Ordoliberalism in the Eurozone Crisis Management*, in Daianu D., Basevi G., D'adda C. e R. Kumar (2014), a cura di, *The Eurozone Crisis*

- and the Future of Europe*, International Political Economy Series, Palgrave Macmillan, London, pp. 126-137.
- Young B. e W. Semmler (2011), The European Sovereign Debt Crisis: Is Germany to Blame?, *German Politics and Society*, 29 (1), pp. 1-23.
- Zandi M. (2009), *Financial Shock: A 360° Look at the Subprime Mortgage Implosion, and How to Avoid the Next Financial Crisis*, Financial Times Press, Upper Saddle River, New Jersey.
- Zanini A. (2000), *Joseph A. Schumpeter*, Bruno Mondadori, Milano.
- Ziller J. (2013) *Diritto delle politiche e delle istituzioni dell'Unione europea*, il Mulino, Bologna.
- Zingales L. (2012), *A Capitalism for the people. Recapturing the lost genius of American prosperity*, Basic Books, New York, ed. it.: *Manifesto capitalista. Una rivoluzione liberale contro una economia corrotta*, Rizzoli, Milano 2012.
- Zingales L. (2014), *Europa o no. Sogno da realizzare o incubo da cui uscire*, Rizzoli, Milano.
- Zingales L. (2015), Presidential Address: Does finance benefit society?, *Journal of Finance*, 70 (4), pp. 1327-1363.

Ringraziamenti

La conclusione delle fatiche di questi anni di studio accresce la consapevolezza di aver potuto beneficiare del confronto stimolante con le persone che, nel tempo, hanno dato vita al Corso di Dottorato in Economia della Produzione e dello Sviluppo che ho avuto la fortuna di frequentare presso il Dipartimento di Economia dell'Università degli Studi dell'Insubria. Sono quindi grato al coordinatore del corso, il Prof. Gioacchino Garofoli, e a tutti i colleghi dottorandi e assegnisti conosciuti in questi anni, tra i quali ricordo con particolare affetto Cesare Benzi, Andrea Luraschi, Michele Palladino, Marta Marson, Lorenza Toson, Domenico Procacci, Klodian Muço, Giancarlo Beltrame ed Hervé Baron.

Sentimenti di particolare gratitudine mi legano al relatore della mia tesi, il Prof. Giancarlo Bertocco, per avermi trasmesso la passione per l'economia politica e l'economia monetaria, per aver ispirato larga parte del mio lavoro e per l'infinita pazienza mostrata nei miei confronti durante questi, non sempre facili, anni di studio.

Desidero inoltre ringraziare Alessia Pisoni, Max Brigonzi, Simona Bielli e Giada Riva per il clima di serenità e di leggerezza che hanno contribuito a creare nell'Ufficio assegnisti e dottorandi del Dipartimento di Economia. Dedico poi un ringraziamento particolare a tutto il personale della Biblioteca della Facoltà di Economia dell'Università degli Studi dell'Insubria, per la gentilezza e sollecitudine sempre mostrate nell'assistermi durante la ricerca bibliografica che ha accompagnato la stesura della mia tesi di dottorato.

Il mio debito di riconoscenza più grande, infine, è nei confronti di Zeljko Petrisic e Melita Salkovic-Petrisic, perché senza il loro aiuto e la loro amicizia questo lavoro non avrebbe mai visto la luce.

