

Il rapporto tra politica monetaria e politica fiscale

Il rapporto tra politica monetaria e politica fiscale è molto controverso, presenta una notevole complessità teorica e ha una grande importanza pratica. Nei limiti di un breve articolo, non è possibile fare molto più che indicare alcuni problemi e tentare di darne una valutazione, senza addentrarsi in profondità nel mondo della teoria ed evitando anche di penetrare nel rigoglioso sottobosco econometrico che attualmente lo circonda. Può essere utile cominciare mostrando come si è andato modificando il modo di pensare su questo argomento, prima di passare ad esaminare alcune delle considerazioni teoriche più elementari che regolano la combinazione di politica monetaria e politica fiscale, e ad esporre i limiti che ciascuna di esse presenta.

L'idea di usare la politica fiscale e la politica monetaria per ottenere una maggiore stabilità della produzione e dell'occupazione (anzi, l'idea stessa di avere una *politica* fiscale o una *politica* monetaria) è relativamente recente. Avanti la prima guerra mondiale era dato per scontato che un governo prudente avrebbe cercato, sia in condizioni favorevoli sia in condizioni sfavorevoli, di mantenere il bilancio in pareggio, anche se in tempo di guerra poteva essere inevitabile discostarsi in una certa misura dalle regole dell'ortodossia finanziaria. Analogamente, quando era in vigore il *gold standard*, l'ordinamento monetario era concepito per mantenere la convertibilità in oro della moneta secondo un prezzo fisso, un fine che non teneva conto della possibilità di avere come risultato inflazione o disoccupazione.

Quando si cominciò lo studio delle fluttuazioni economiche, la loro possibilità fu associata al comportamento degli investimenti, considerato molto instabile e quindi soggetto a brusche variazioni in relazione all'atteggiamento verso il risparmio del pubblico e alla sua disponibilità a fornire i finanziamenti necessari. L'instabilità

dell'investimento poteva propagarsi al resto dell'economia: non era possibile avere la garanzia che il mercato dei capitali avrebbe funzionato in modo da mantenere immutata la pressione della domanda sulle risorse disponibili. Il saggio d'interesse, cui fino a quel momento era stata attribuita questa funzione equilibratrice, poteva non essere spinto rapidamente e automaticamente al livello in cui si ristabiliva l'equilibrio tra i flussi di risparmio e di spesa in beni capitali, e, nel corso di questo processo di aggiustamento, poteva nascere e persistere o una pressione inflazionistica o una carenza di domanda. I mercati dei capitali, per usare la terminologia moderna, potevano non essere "cleared", ossia domanda e offerta potevano non essere uguali in corrispondenza di un livello immutato di attività.

Questa incapacità di "aggiustamento" dei tassi d'interesse fu spiegata inizialmente in termini di creazione del credito. Il credito bancario poteva accrescere i fondi mutuabili quando la spesa in beni capitali aveva una forte espansione, il che avrebbe mantenuto il tasso d'interesse di mercato al di sotto del tasso di equilibrio o "naturale". Viceversa, una caduta del rendimento atteso dai nuovi investimenti poteva non essere accompagnata da una diminuzione dei tassi d'interesse di mercato nella misura necessaria a controbilanciare il mutamento nelle aspettative.

A questo stadio della riflessione economica furono tratte due conclusioni pratiche. La prima affermava la centralità della politica monetaria per il problema della stabilità economica: se le banche creavano più credito di quello necessario per mantenere in equilibrio risparmio e investimento, poteva esserci inflazione; se il credito bancario era insufficiente, poteva esserci un ristagno dell'attività industriale. L'eccesso o la scarsità del credito bancario corrispondevano alla differenza tra il tasso d'interesse di mercato e il più instabile tasso "naturale" che avrebbe mantenuto gli investimenti entro i limiti posti dal risparmio. La seconda conclusione pratica affermava che, se la fonte dell'instabilità risiedeva soprattutto nel comportamento degli investimenti, lo stato poteva garantire una stabilità maggiore integrando, nei periodi sfavorevoli, gli investimenti privati con lavori pubblici di vario genere. A tempo debito questa seconda soluzione fu elaborata in uno schema di ritardi o anticipi degli investimenti pubblici tale da controbilanciare le fluttuazioni degli investimenti privati.

Questi due filoni di pensiero (uno essenzialmente monetario, l'altro essenzialmente imperniato sulla finanza pubblica, cioè, in gergo, "fiscale") non erano necessariamente coerenti l'uno con l'altro. I tassi d'interesse direttamente influenzati dalla politica bancaria erano quelli a breve, che potevano avere un effetto immediato scarso o nullo sui tassi d'interesse a lungo termine. Come sostenne Hawtrey, i tassi d'interesse a breve potevano avere un'importanza cruciale per l'investimento in scorte, e la costituzione delle scorte poteva essere la componente più instabile degli investimenti. Ma se la difficoltà più persistente era nel mantenimento della stabilità degli investimenti fissi, che affidamento si poteva fare sulla politica bancaria? D'altra parte, era possibile trascurare completamente il ruolo delle banche, come sembravano fare coloro che riponevano la loro fede nei lavori pubblici? Era giusto supporre che il tasso d'interesse sarebbe rimasto immutato se gli investimenti pubblici prendevano il posto degli investimenti privati?

Quando Keynes affrontò l'argomento, assunse un atteggiamento più radicale. Il problema fondamentale da risolvere era, secondo Keynes, che cosa determinasse il livello della produzione. Non bastava ammettere l'esistenza di fluttuazioni, se si supposeva che queste fluttuazioni fossero intorno a un *trend* rappresentato da una situazione ottimale sostenibile e identificata con la piena occupazione o con il totale sfruttamento del potenziale economico. Era necessario considerare anche la possibilità di una persistente sottoutilizzazione delle risorse disponibili dovuta a una carenza di domanda. Questa carenza di domanda poteva perdurare nel tempo soltanto se c'erano imperfezioni nel sistema economico che impedivano il manifestarsi di quel tipo di reazione dei prezzi che l'avrebbe eliminata. Secondo Keynes, c'erano due imperfezioni di questo genere, una riguardante il tasso d'interesse, l'altra il comportamento dei salari. Né il mercato dei capitali né il mercato del lavoro erano riequilibrati da aggiustamenti dei prezzi; e questa incapacità di aggiustamento non si verificava solo di tanto in tanto, causando allontanamenti dalla piena occupazione sostanzialmente sporadici e brevi, ma poteva essere permanente e dare origine a una sottoutilizzazione cronica delle risorse. Se i risparmiatori diventavano più parsimoniosi, niente garantiva che il loro eccesso di risparmio si sarebbe trasformato in nuovi investimenti per il tramite del mercato dei capitali; al contrario, era affatto possibile che l'investimento non reagisse all'aumento di risparmio o reagisse in modo perverso,

così che la maggiore parsimonia sarebbe servita soltanto a impoverire la società provocando una diminuzione del livello del reddito, l'unica via disponibile per frenare il risparmio. Analogamente, se i lavoratori disoccupati erano disposti ad accettare un salario più basso e i salari monetari diminuivano in tempi di crisi economica, niente garantiva che ne sarebbe derivato un aumento apprezzabile dell'offerta di posti di lavoro; ci si poteva infatti aspettare che la riduzione dei salari conducesse a una riduzione corrispondente dei prezzi che avrebbe potuto fare poco o nulla per creare domanda addizionale. Né il saggio reale di interesse né il saggio di salario reale, Keynes affermava, erano determinati nel modo ipotizzato dall'economia classica, e né il saggio di interesse monetario né il saggio di salario monetario si modificavano in modo da permettere il riassorbimento dell'eccesso di risparmio o di lavoro nello stesso modo in cui una diminuzione del prezzo permette il riassorbimento dell'eccesso di offerta di una merce in un mercato perfettamente concorrenziale di qualche materia prima.

Le idee di Keynes costituirono la base per le politiche di controllo della domanda negli anni del dopoguerra. Se una carenza di domanda può essere il risultato dell'affidarsi alle forze del mercato, è allora necessario far intervenire la politica economica per regolare la domanda. Si arrivò anche ad ammettere che non c'è motivo di ritenere che interventi di questo genere debbano incidere esclusivamente sul livello degli investimenti piuttosto che su altre componenti della domanda aggregata, come la spesa per consumi. Dato il peso molto maggiore che la spesa per consumi ha nel PNL, ovviamente, nel cercare di ottenere una data variazione della domanda aggregata, era più facile agire sulla spesa per consumi piuttosto che realizzare un aggiustamento delle stesse dimensioni negli investimenti. Sugeriva di procedere in questo senso anche la rapidità con cui le variazioni dell'imposizione fiscale influiscono sulla spesa in consumi, a paragone dei tempi lunghi caratteristici per gli investimenti fissi.

Un altro corollario della teoria keynesiana era che il controllo della domanda doveva mantenersi entro un orizzonte di breve periodo. Il mantenimento e la conservazione della stabilità di breve periodo era la via naturale per arrivare alla stabilità di lungo periodo, a meno che tra le due non ci fosse una sostanziale incompatibilità. Ogni conflitto tra questi due tipi di stabilità implicava l'esistenza, a intervalli, di una qualche forma di instabilità, vale

a dire di *allontanamenti* ricorrenti da una crescita a saggio costante. Non preoccuparsi delle dimensioni di questi allontanamenti significava considerare la stabilità di breve periodo come una questione di scarsa importanza e nutrire una fede immotivata nella capacità di autoregolamentazione del sistema economico. Non che il controllo, la gestione della domanda nel breve periodo e la stabilità economica dovessero diventare l'alfa e l'omega della politica economica; anche l'equilibrio di lungo periodo tra le diverse componenti della domanda aggregata doveva essere preso in considerazione. C'era inoltre, e sempre c'è stato, qualcosa che possiamo chiamare controllo dell'offerta, che ha un orizzonte temporale più lontano, può essere in conflitto con il controllo della domanda e di solito è parecchio più importante.

L'approccio keynesiano al controllo della domanda adottato nel Regno Unito dopo la guerra fu espresso quasi esclusivamente in termini di politiche di bilancio. L'importanza attribuita a questo aspetto derivò in gran parte dall'esperienza del periodo precedente la guerra, quando apparve evidente che, una volta che i tassi d'interesse erano stati portati a un livello molto basso e le banche avevano ampie disponibilità di fondi, non molto di più si poteva sperare dalla politica monetaria e ogni stimolo nuovo per il sistema economico sarebbe dovuto venire da politiche di bilancio. In queste circostanze, con un tasso ufficiale di sconto mantenuto costante al 2% per quasi vent'anni, la politica monetaria era in gran parte passiva. Durante la guerra uno dei precetti della politica economica era stato quello di non alzare i tassi d'interesse, il che contribuì ad inasprire l'imposizione fiscale. Allora, e in anni precedenti, Keynes dette il suo appoggio agli sforzi per mantenere a un livello basso il tasso d'interesse a lungo termine, con la motivazione che gli investitori, una volta abituatisi a ritenere appropriati tassi d'interesse più elevati, non si sarebbero fatti indurre facilmente a tornare a un regime di basso costo del denaro. Ma proprio un regime di questo tipo poteva essere reso necessario da una sovrabbondanza di capitali.

Dopo la fine della guerra, il timore di un aumento del peso del debito pubblico e la preoccupazione per una probabile crisi economica indussero il governo ad evitare l'uso di strumenti monetari come mezzo per ridurre la domanda. A questo scopo si puntò invece su avanzi di bilancio di ingenti dimensioni sostenuti da misure di razionamento e da altri controlli amministrativi. Può darsi che a questa preferenza per la politica fiscale contribuissero

anche un'antipatia per il "rentier" e dubbi sull'efficacia di alti tassi d'interesse come strumento di controllo. C'era poi apparentemente una maggiore certezza quanto agli effetti di variazioni nell'imposizione fiscale; ai ministri era possibile fornire una valutazione approssimata dell'impatto di queste variazioni sul livello della domanda e della produzione, valutazione che nessuno avrebbe osato fornire se si fosse trattato di variazioni nella politica monetaria. Quando per la prima volta durante la guerra il Tesoro si impegnò ad elaborare previsioni economiche, lo fece in termini di un vuoto inflazionistico da colmare con misure fiscali e non monetarie. La moneta fu lasciata completamente fuori dal quadro così come si era fatto in analisi prebelliche di espansioni della produzione e della domanda promosse dallo stato, come nel famoso articolo del 1931 di Lord Kahn sul moltiplicatore. Ma anche nelle previsioni sempre più raffinate del dopoguerra continuò questa noncuranza per gli aspetti monetari.

Ciononostante, nei successivi pacchetti di provvedimenti intesi ad affrontare la lunga serie di crisi degli anni '50 e '60, era consuetudine includere un aumento del tasso ufficiale di sconto e/o nuove direttive per le banche volte a limitare la creazione di credito in particolari direzioni. L'imposizione di restrizioni agli acquisti a rate, che erano una componente anch'essa costante, e spesso la più importante, di questi provvedimenti poteva essere vista anche come una misura monetaria per limitare il credito al consumo. Sarebbe quindi troppo affermare che non si prestava alcuna attenzione alle condizioni monetarie; anzi, c'era un certo impegno a far sì che politiche monetarie e fiscali si muovessero nella stessa direzione. Non ci fu però mai una specifica azione governativa rivolta a limitare l'offerta di moneta; addirittura, come H. Johnson mise in evidenza nel 1959, non c'erano dati validi sull'offerta di moneta. Il governo si accontentava di variare i saggi d'interesse a breve in accordo con la sua posizione in campo fiscale. Quanto ai tassi d'interesse di più lungo periodo, esso assunse un atteggiamento quasi passivo, cercando di mantenere la stabilità del mercato dei titoli del debito pubblico e di vendere quanti più titoli poteva ai vigenti tassi d'interesse.¹

¹ Cfr. M.J. ARTIS, "Monetary Policy" in *British Economic Policy 1960-74* (C.U.P. per il National Institute of Economic and Social Research, Cambridge 1978), specialmente pp. 229-33.

A quel tempo era possibile concentrarsi più o meno esclusivamente sul settore "reale" dell'economia (cioè sui flussi di reddito) senza preoccuparsi troppo delle conseguenze finanziarie di un attivo o di un passivo di bilancio. Lo scopo principale della politica economica era quello di mantenere "giusto" il livello della domanda, evitando che esercitasse una pressione troppo forte o troppo debole; e questo scopo poteva essere raggiunto in modi diversi, a seconda dell'uso che veniva fatto degli strumenti alternativi della politica economica. Se c'era una pressione sulla bilancia dei pagamenti, era più probabile che si ricorresse a strumenti monetari. Se si attribuiva importanza a un livello degli investimenti più elevato, si poteva fare una politica monetaria espansiva e una politica fiscale restrittiva in modo da mantenere la pressione della domanda a un livello costante. La scelta degli strumenti era influenzata anche dall'urgenza della situazione e dalla necessità di rapidi risultati. Le autorità monetarie erano in una posizione che consentiva loro un'influenza continua sulla situazione, mentre gli interventi fiscali erano inevitabilmente saltuari. Ma in una crisi era quasi sicura l'adozione di misure sia fiscali sia monetarie che, integrandosi a vicenda, operavano nella stessa direzione.²

La subordinazione della politica monetaria a quella fiscale fu messa in discussione negli anni '60 da una scuola di pensiero che capovolse il rapporto tra le due, attribuendo una chiara preminenza alla politica monetaria. La necessità di controllare l'inflazione divenne prioritaria, e la gestione della domanda fu accantonata come superflua se non addirittura dannosa. Il controllo dell'inflazione poteva essere assicurato limitando l'offerta di moneta e in nessun altro modo. La politica monetaria, se avesse avuto ad obiettivo il livello della produzione e non il livello dei prezzi, avrebbe avuto una applicazione errata e sarebbe stata inefficace nel lungo periodo. La politica fiscale doveva conformarsi alla necessità di tenere l'offerta di moneta sotto un rigido controllo.

Queste affermazioni hanno molto in comune con il modo di pensare pre-keynesiano. Il Tesoro non avrebbe avuto difficoltà ad accettarle tutte negli anni '20, quando la disoccupazione era spiegata in termini che omettevano ogni riferimento al livello della

² Questi problemi sono discussi più dettagliatamente in "Demand Management: Monetary and Fiscal Policy" che costituisce il Capitolo 6 del mio *Essays in Economic Management*, Allen and Unwin, 1971.

domanda effettiva, e comunque si pensava che la domanda effettiva fosse al di là delle possibilità di influenza dello stato. Il ricorso dello stato al credito per finanziare investimenti pubblici era visto ufficialmente come qualcosa che "spiazzava" ("crowding out") un uguale ammontare di investimenti privati. La teoria quantitativa della moneta era accettata senza riserve, generalmente in una forma che collegava prezzi e offerta di moneta con un riferimento solo di sfuggita alla produzione. Erano proprio queste le idee che Keynes aveva cercato di sovvertire e che in realtà era riuscito a sovvertire.

La loro rinascita non significa che esse siano universalmente accettate. Al contrario, la maggior parte degli economisti le respingerebbe portando più o meno le stesse motivazioni di Keynes: il mercato dei capitali e il mercato del lavoro non tendono all'equilibrio allo stesso modo di un mercato con banditore. La maggior parte degli economisti sospetterebbe anche che, quali che siano le tesi accettate nei circoli accademici, la loro influenza sui governi non sia basata tanto sui loro meriti intellettuali quanto sulla loro sintonia con lo spirito dei tempi: oggi, la disillusione nei confronti dell'intervento dello stato, il riconoscimento che tale intervento può non raggiungere gli scopi che si prefiggeva, una maggiore disponibilità a fare affidamento sulle forze di mercato. Di fatto, abbiamo udito diversi Primi Ministri criticare uno dopo l'altro l'idea che aumenti di spesa pubblica possano attutire l'impatto di una crisi sull'occupazione. Quasi ogni giorno ci sentiamo dire che un aumento dell'offerta di moneta servirebbe soltanto a rinvigorire l'inflazione, mentre danneggerebbe le prospettive di lungo periodo di un aumento dell'occupazione. Abbiamo assistito all'abbandono dell'intervento diretto sul mercato dei cambi per mantenere costante o per variare il tasso di cambio, e, fatto ancor più sorprendente, all'abbandono dell'idea stessa che sia possibile ottenere variazioni nel tasso reale di cambio mediante interventi diretti. Questa è una ritirata da politiche di gestione della domanda su tutta la linea.

Naturalmente è una ritirata soltanto sul piano dei principi, perché quello che i governi fanno in pratica è tutt'altra cosa. Non si sono avuti come risultato bilanci in pareggio, né una crescita dell'offerta di moneta a saggio costante, né un tasso di cambio stabile e prevedibile. Il tentativo di sostituire l'azione discrezionale del governo sul livello della domanda effettiva con regole e obiettivi prestabiliti all'azione pubblica può essere stato concepito allo

scopo di fornire al settore privato una base sicura su cui pianificare il futuro; ma se questi erano gli intenti, non sono stati realizzati.

Il fatto stesso che i governi abbiano adottato obiettivi monetari e abbiano seguito politiche fiscali che non tengono conto dello stato corrente dell'occupazione dimostra che qualcosa non ha funzionato nel controllo della domanda. Cos'è che non ha funzionato, e quale ne è l'influenza sulla scelta tra strumenti monetari e strumenti fiscali, ammesso che una scelta simile sia possibile? Ciò che è andato male è l'inflazione e le aspettative di inflazione, che hanno fatto abortire le misure espansive rivolte ad aumentare occupazione e produzione da un lato, e dall'altro sono sopravvissute alle misure restrittive rivolte a ridurre l'inflazione. Il sistema concettuale sottostante alle politiche di controllo della domanda ebbe origine in un mondo di economie di sottoccupazione, in cui il pericolo dell'inflazione poteva essere quasi interamente ignorato e prezzi più alti sarebbero stati accolti con favore. Era un mondo in cui un rapido aumento dell'offerta di moneta non suscitava alcuna preoccupazione, come, per esempio, nei quattro mesi del 1932 precedenti la conversione del debito di guerra 5% durante i quali i depositi delle *clearing banks* ebbero un'espansione del 6% (pari a più del 18% annuo) mentre il PNL in termini monetari rimase costante o addirittura diminuì. Con più di due milioni di disoccupati era improbabile che un'espansione della domanda provocasse grossi aumenti salariali, e l'aumento che in realtà si verificò era in perfetto accordo con una tendenza alla diminuzione del costo del lavoro. Anche i prezzi all'importazione erano notevolmente stabili nonostante il deprezzamento della sterlina; le ragioni di scambio, che hanno avuto così spesso un ruolo centrale nel processo inflazionistico, si erano spostate a favore della Gran Bretagna tra il 1929 e il 1933 in un modo che non ha avuto uguali (più del 25%).

Peraltro, anche negli anni prima della guerra era possibile prevedere alcuni dei limiti delle politiche di controllo della domanda. La prima difficoltà era nel fatto che né la politica fiscale né quella monetaria riuscivano ad avere una grande influenza sul livello dei costi. I salari monetari, che sono la componente maggiore dei costi, non rispondevano a variazioni nella domanda di modeste dimensioni, come l'esperienza successiva ha dimostrato, se non in direzione di un aumento e in prossimità della piena occupazione. Altre componenti dei costi erano interamente in balia dei mutamenti sui mercati mondiali e del tasso di cambio. Ne derivava che le

politiche di controllo della domanda non potevano da sole proteggere l'economia dal pericolo dell'inflazione.

Un secondo limite, che apparve evidente negli anni precedenti la guerra, era l'insufficiente selettività degli strumenti di politica economica disponibili. Non basta avere come scopo un aumento generale e diffuso della domanda, quando questo aumento è avvertito in modo disuguale e le risorse non sono flessibili. Ci possono essere strozzature all'interno del sistema economico (per esempio, nell'edilizia) o a livello mondiale (per esempio, nei mercati delle materie prime); e tali strozzature possono dare origine ad aumenti dei prezzi in punti strategici dell'economia, e, se si propagano ai mercati vicini, possono rapidamente alimentare un generale processo inflazionistico. Dove la strozzatura è d'importanza fondamentale, come nell'offerta di energia, può esserne bloccata la reazione della produzione ad un'espansione della domanda, così che tale espansione può non produrre altro che inflazione.

Un risultato piuttosto simile può derivare da una espansione della domanda troppo rapida, che non lasci all'offerta tempo sufficiente per reagire. La letteratura d'anteguerra aveva posto in risalto il caso di un "boom" negli investimenti fissi privati che aumenti il flusso della spesa e spinga al rialzo i prezzi dei beni di consumo fino a che i nuovi impianti entrano in funzione o la tensione sul mercato finanziario interrompe il "boom". Ma il pericolo d'inflazione che nasce dall'intraprendere un'espansione a saggi troppo elevati non è limitato a casi di questo tipo, né necessariamente è limitato a situazioni in cui l'economia è poco depressa.

Questi limiti hanno tutti a che fare con squilibri del settore "reale" dell'economia. E tutti chiamano in causa il rischio d'inflazione o la difficoltà di combattere l'inflazione senza una seria diminuzione del livello dell'occupazione e della produzione. Quando un governo attua una politica espansiva, il punto cruciale è quanta parte dell'aumento della domanda nominale si trasformerà in produzione addizionale e quanta parte si esaurirà in un aumento del livello dei prezzi. Le strozzature considerate parlando del secondo e del terzo limite aumentano l'inclinazione verso l'alto della curva dell'offerta e disperdono una parte maggiore dell'aumento della domanda in un rialzo dei prezzi. Ma il primo dei limiti ricordati (la non reattività dei costi a variazioni nella domanda) mette in dubbio l'apparato concettuale incorporato in una curva di offerta aggregata. Se i lavoratori reagiscono ad un aumento dei prezzi preten-

dendo e ottenendo un aumento compensativo dei salari monetari, costi e prezzi possono continuare ad aumentare senza alcun mutamento percettibile nel livello della produzione. Se col passare del tempo le *aspettative* di un aumento del livello dei prezzi cominciano a governare le richieste salariali e gli accordi contrattuali, sempre indipendentemente dal livello della produzione, la nozione di inflazione come movimento lungo una curva crescente della produzione diventa ancor più inappropriata.

Pressapoco per i primi due decenni del dopoguerra il rapporto tra prezzi, costi e aspettative non fu un serio limite all'efficacia delle politiche di controllo della domanda, anche se la pressione della domanda era molto maggiore di quanto doveva poi diventare. Era un periodo di inflazione continua e molto rapida per i criteri di allora; ma non sembrò mai plausibile, se non forse nel 1950-1, che l'inflazione potesse sfuggire di mano e raggiungere inaspettatamente un tasso di crescita tale da non poter più essere ignorato. Adattatesi le aspettative ad un tasso di inflazione abbastanza stabile, sembrava che la politica fiscale funzionasse come si poteva aspettare funzionasse in una economia di sottoccupazione e priva di inflazione, del tipo prevalente prima della guerra.

Senonché, negli anni '70 una serie di scossoni al sistema internazionale cambiava le cose e modificava violentemente le aspettative tradizionali, proiettandole in un'altra orbita. Il primo scossone derivò dal mutamento di clima che si registrò nel mercato del lavoro dopo "i fatti" del maggio parigino del 1968. Il secondo scossone, nel 1972-3, fu in parte finanziario, e implicò una fuga dalla moneta verso i beni reali, e in parte reale, e segnò bruscamente la fine di un lungo periodo in cui nei mercati mondiali le ragioni di scambio si erano mosse a svantaggio delle materie prime. Il balzo del prezzo del petrolio alla fine del 1973 accentuò questa inversione di tendenza delle ragioni di scambio e allo stesso tempo squilibrò profondamente il sistema economico e finanziario internazionale; un ulteriore scossone derivò dal rinnovato aumento dei prezzi del petrolio nel 1979-80. Tutto questo portò nei paesi industrializzati a tassi d'inflazione mai sperimentati in periodi di pace. Introdusse anche gravi incertezze sul tipo di aggiustamenti possibili sia nel futuro immediato sia a lungo termine; e queste incertezze e le aspettative che ne derivarono trasformavano il compito della gestione dell'economia.

Da un lato i salariati, che già protestavano per l'aumento dell'imposizione fiscale che si chiedeva loro di accettare, si trovarono

di fronte a un aumento molto più rapido dei prezzi come riflesso in gran parte dell'aumentato costo delle importazioni. Le loro attese in fatto di reddito reale non tenevano conto della caduta (del 25 per cento in certi paesi) delle ragioni di scambio; e le attese in fatto di reddito monetario erano fortemente aumentate per effetto del constatato rialzo dei prezzi al consumo e dell'incertezza quanto all'entità dei rialzi futuri. Nello stesso tempo i datori di prestiti e gli investitori, allarmati dal modo in cui l'inflazione stava accelerandosi, diventavano sempre più sensibili nei confronti di provvedimenti governativi che facessero presagire un'inflazione ancora più rapida. Erano perciò suscettibili di reagire con forza a misure governative comportanti un aumento dell'offerta di moneta o del ricorso al credito da parte del settore pubblico, e, nella misura in cui le loro reazioni provocavano rialzi dei saggi d'interesse e ribassi del tasso di cambio, frustravano i propositi espansivi delle politiche adottate.

Opinioni e aspettative tendevano ad essere fondate sulla percezione di una minaccia che correva dall'entità del fabbisogno del settore pubblico all'offerta di moneta e quindi ai prezzi e al tasso d'inflazione; e tali aspettative, come le aspettative dei salariati, tendevano ad autorealizzarsi. La paura dell'inflazione scoraggia dal tenere moneta e attività monetarie e spinge a spostarsi verso attività reali, titoli rappresentativi di attività reali e valute estere. Simili spostamenti delle preferenze alzano il prezzo di certe attività e rendono più care le importazioni, gettando le basi per un più ampio movimento inflazionistico. Nel contempo nei negoziati salariali si chiedono maggiori aumenti delle retribuzioni monetarie, che produrranno proprio quell'accelerazione dei prezzi da cui ci si vorrebbe difendere.

Gli sconvolgimenti degli ultimi dieci anni non solo hanno provocato tassi di inflazione molto più alti, ma hanno lasciato il sistema con un cumulo di squilibri che ha reso la cura più difficile. Il problema centrale non riguardava più la pressione della domanda, ma come fosse possibile modificare le aspettative; e non era affatto chiaro che la politica fiscale o la politica monetaria fossero adatte a questo fine. Vi era ovviamente il pericolo che tali politiche, se usate per aumentare la produzione, non fossero efficaci, e se usate per frenare l'inflazione comportassero una perdita di produzione affatto sproporzionata.

Se l'obiettivo principale della politica economica è quello di far cambiare le aspettative, oppure, per usare un'espressione più antiquata, di ristabilire la fiducia, il problema cessa di essere un

problema tecnico che l'economista può risolvere. Esso riguarderà tutto ciò che può sufficientemente influenzare le aspettative di coloro da cui dipende che il sistema torni di nuovo a funzionare in maniera normale. Forse può essere necessario essere indulgenti con infondate teorie sulle cause dell'inflazione, per prendere tempo nell'attesa che le aspettative correnti scompaiano, oppure abbandonarsi a manifestazioni di forza per far nascere aspettative di diverso tipo.

* * *

Considerando questo sfondo storico, sarebbe sorprendente che la stessa combinazione di politica monetaria e di politica fiscale fosse appropriata per tutte le situazioni. Gli strumenti da preferire dipenderanno necessariamente dagli obiettivi considerati prioritari, dalle circostanze che possono suggerire l'uso di un insieme di strumenti piuttosto che di altri, e dal modo in cui si ritiene che il sistema economico funzioni. Se, per esempio, diventa prioritario il controllo dell'inflazione rispetto alla lotta alla disoccupazione, le armi della politica monetaria hanno il vantaggio di avere un effetto immediato e diretto sui prezzi, così come le armi della politica fiscale hanno un effetto immediato e diretto sull'occupazione. Ma si potrebbero immaginare situazioni in cui, con le stesse priorità, la politica monetaria potrebbe essere più efficace nell'affrontare la disoccupazione, e, anche se è meno probabile, la politica fiscale potrebbe essere più efficace nel risolvere il problema dell'inflazione. Se, per esempio, l'investimento privato è molto sensibile a piccole variazioni nei saggi d'interesse, e se i saggi d'interesse sono a loro volta molto sensibili a piccole variazioni nell'offerta di moneta, può essere possibile, come accadde nel 1932, influire sull'occupazione più con una politica di basso costo del denaro che non con un aumento della spesa pubblica finanziata con disavanzi. Invero, se i mercati finanziari interpretano il tentativo di pareggiare il bilancio pubblico come una intenzione di abbassare i tassi d'interesse, e se i più bassi tassi d'interesse non provocano forti esportazioni di capitali, una combinazione di denaro a buon mercato e di riduzione della spesa pubblica in disavanzo può concretare la più consistente speranza di un aumento dell'occupazione. Per contro, può essere sostenibile che negli anni dell'immediato dopoguerra, quando vi era un tale eccesso di liquidità che avrebbe retto a tassi d'interesse molto più alti, era meglio fare affidamento su ampi surplus di bilancio per tenere a bada l'inflazione.

Prescindendo dai divari negli obiettivi e nelle situazioni economiche, rimane una netta diversità di opinioni sul modo in cui combinare la politica fiscale e la politica monetaria. Per gli uni, il controllo dell'offerta di moneta è strumento necessario e sufficiente per affrontare l'inflazione, e senza questo controllo non si può far molto per venir a capo della disoccupazione. Senza arrivare proprio a dire che « la moneta è tutto quello che conta per le variazioni del reddito *nominale* e per le variazioni di *breve periodo* del reddito reale », la scuola monetarista pensa che la politica fiscale non conta e quando conta è in realtà politica monetaria sotto altro nome.³ Per contro, i neo-keynesiani hanno sempre avuto la tendenza ad attribuire la massima importanza alla politica fiscale come mezzo per regolare l'occupazione e a guardare ad altri strumenti, come la politica dei redditi, per combattere l'inflazione. Anche un neo-keynesiano sarebbe tuttavia costretto ad ammettere che, se i mercati finanziari fossero fortemente monetaristi nel valutare la politica economica e se i salariati non accettassero, in nessuna occasione, alcuna riduzione dei salari reali, mentre da entrambe le parti sono fermamente condivise le stesse aspettative inflazionistiche, potrebbe non esserci alcun modo per lo stato di aumentare il livello dell'attività economica con la politica fiscale (e forse con nessun'altra politica). Una miscela di ordenze sbagliate e di aspettative convinte, che dettino le regole di condotta a capitale e lavoro, potrebbe bastare a por fine all'attuale sistema economico.

Ai nostri scopi basta riconoscere che la politica economica deve riguardare *sia* la disoccupazione *sia* l'inflazione, e che per sconfiggere entrambe né la politica fiscale né la politica monetaria bastano da sole. I monetaristi sostengono che la politica monetaria potrebbe sempre eliminare l'inflazione; ma questo sarebbe vero solo se non si ponessero limiti alla caduta del livello della produzione né al tempo necessario. Essi non avanzano proposte di nuovi strumenti di politica economica e credono che una riduzione dell'offerta di moneta sia più facile da realizzare e più efficace nei risultati di quanto pensino i loro critici.

I monetaristi hanno ragione di sottolineare che un'espansione dell'offerta di moneta ha un effetto sui prezzi che la politica fiscale non ha. Secondo la loro teoria del processo inflazionistico, la catena

³ A.S. BLINDER and R.M. SOLOW, "Analytical Foundations of Fiscal Policy" in *The Economics of Public Finance*, Brookings Institution, 1974, pp. 9-59.

di causalità va dalla moneta ai prezzi e da questi ai costi. Un aumento dell'offerta di moneta provoca una modificazione della composizione dei portafogli a favore di altre attività, e pertanto un aumento dei prezzi di queste attività (compresi il prezzo delle case, il tasso di cambio e di conseguenza i beni importati di qualsiasi tipo). Con tali movimenti, è improbabile che non vi sia per un lungo periodo una reazione salariale, la quale accentuerà l'aumento dei prezzi delle importazioni. Ma la catena di causalità può benissimo andare nella direzione opposta. Un aumento dei salari può far salire i costi, e ciò a sua volta farà crescere i prezzi e aumentare la domanda di moneta. Bisogna tener conto di entrambe le possibilità; quale sia la più tipica e importante è questione in gran parte di accertamento empirico.

Su una posizione più debole si trovano i monetaristi nell'ipotizzare che l'offerta di moneta possa essere considerata esogena e sia controllabile dalle autorità monetarie. Dato che devono operare con i tassi d'interesse e non direttamente sull'offerta di moneta, le autorità monetarie possono controllare l'offerta solo nella misura in cui sono in grado di valutare correttamente la domanda, che reagisce prontamente a ogni vento che soffia all'interno del sistema economico o da economie straniere. Quanto più gli sforzi delle autorità sono tesi a raggiungere un certo obiettivo per l'offerta di moneta di fronte alla capricciosità della domanda, tanto più diventano instabili le condizioni e il costo del credito, la cui stabilità ha invece importanza per sé stessa. Se, come ad un certo punto sono destinate a fare, le autorità concedono un certo peso al bisogno di una qualche stabilità dei saggi d'interesse, l'offerta di moneta rifletterà, in quei limiti, mutamenti della domanda e non semplicemente le intenzioni delle autorità monetarie. Invece che strumento di controllo, sarà un sintomo dello stato dell'economia e un indicatore della pressione inflazionistica.

Facendo della crescita dell'offerta di moneta l'elemento cruciale della politica economica e rendendo la politica fiscale interamente subordinata alla politica monetaria, poco più che un suo aspetto, il monetarismo arriva quasi al punto di ridurre tutti gli aspetti della politica macroeconomica a uno solo e a trascurare tutte le sfaccettature presenti in ogni singola politica economica, monetaria, fiscale o di altro tipo. Attribuire importanza predominante all'offerta di moneta, quando gli obiettivi di politica economica sono complessi e spesso in conflitto tra di loro, significa fare lo stesso tipo di sbaglio

di volere a tutti i costi rimanere attaccati ad un dato livello del cambio. Il motivo dell'errore è lo stesso: l'andamento dei costi, specialmente dei salari monetari, può non adattarsi a un certo obiettivo predeterminato. Rigidi impegni al servizio di siffatti obiettivi possono risultare molto costosi: le stesse forze che rendono difficile il ritorno al *gold standard* o al pareggio del bilancio vietano di considerare saggia l'imposizione, a un mondo di incertezze, della camicia di forza di obiettivi monetari incondizionati.

Bisogna insistere: la politica monetaria non può essere ridotta all'unica dimensione dell'offerta di moneta, così come la forza della politica fiscale non può essere ridotta alle conseguenze puramente finanziarie di un deficit o di un surplus di bilancio. Si può leggere una storia esauriente della politica monetaria come quella di Sayers nei tre volumi sulla Banca d'Inghilterra,⁴ senza essere turbati dall'idea che nessuno sapesse ciò che accadeva all'offerta di moneta. Ma è impossibile leggerla senza rimanere colpiti dall'ampiezza delle operazioni di una banca centrale che hanno nulla o poco a che fare con l'offerta di moneta. Sia la politica monetaria sia la politica fiscale coprono un arco molto ampio di misure economiche che hanno effetti molto diversi sul sistema economico, e sarebbe ridicolo ridursi a considerare una sola misura del loro impatto, anche se si sta discutendo solo dell'aspetto macroeconomico. Se fossimo *costretti* a pensare in termini di un'unica dimensione, considerare variazioni dell'offerta di moneta come misura della politica monetaria non sarebbe più ragionevole del considerare variazioni di avanzi o disavanzi di bilancio come misura della politica fiscale. Le variazioni dell'offerta di moneta sono il prodotto finale di un processo molto complesso in cui i movimenti avviati dalle autorità monetarie si diffondono in tutto il sistema economico. Fra questi movimenti rientrano le ripercussioni sul tasso di cambio e sulla bilancia dei pagamenti, sulla spesa pubblica (per esempio, più forti pagamenti per interessi) e sul gettito fiscale, sulle politiche di credito delle istituzioni finanziarie, sulla domanda di moneta dell'intero sistema economico. Dalle intenzioni delle autorità monetarie, enunciate nei provvedimenti adottati, può differire seriamente il risultato finale, il quale anzi può essere anche di segno opposto. Talché è bene interpretare la politica monetaria secondo ciò che le autorità mo-

⁴ R.S. SAYERS, *The Bank of England 1891-1944*, Cambridge University Press, 1976.

netarie effettivamente realizzano piuttosto che secondo un qualche obiettivo che esse dichiarano di voler raggiungere.

Così come non si può trattare la politica fiscale semplicemente come un'appendice della politica monetaria, o viceversa, allo stesso modo politica monetaria e politica fiscale non si possono trattare come se fossero completamente indipendenti. I diversi strumenti devono essere usati congiuntamente, e l'impatto dei vari elementi della combinazione scelta non può essere misurato separatamente. Tutti gli strumenti interagiscono. Il risultato che si ottiene dall'uso di un qualsiasi strumento dipende dall'insieme degli altri strumenti di politica economica e dalle condizioni del momento. Così, lo stimolo della produzione derivante da un aumento della spesa pubblica dipenderà dal tipo della politica dei redditi adottata e dalla misura del suo successo. Analogamente, la risposta del sistema economico a variazioni del tasso di cambio dipenderà dalle misure fiscali contemporaneamente prese, e via dicendo.

La "simbiosi", come è stata chiamata,⁵ tra politica monetaria e politica fiscale è particolarmente stretta. Un aumento del deficit di bilancio richiede un ulteriore indebitamento, e questo a sua volta influisce sui tassi d'interesse, sull'offerta di moneta e sul tasso di cambio. Un mutamento della politica monetaria, nella forma, per esempio, di aumento dei saggi d'interesse, comporta maggiori difficoltà per il Tesoro e altri effetti sulle finanze pubbliche per mutamenti nell'investimento pubblico e, nella misura in cui il livello dell'attività economica si riduce, per una diminuzione del gettito delle imposte.

Queste interazioni sono rafforzate in un mondo in cui i mercati finanziari interpretano più ampie necessità di credito o un aumento dell'offerta di moneta come elementi inflazionistici e considerano il secondo aspetto come un risultato quasi automatico del primo. In queste condizioni, l'annuncio di una politica finanziaria espansiva sarebbe sufficiente, anche prima che aumenti il ricorso al credito, a produrre in anticipo un rialzo dei saggi d'interesse, abbia o non abbia il governo l'intenzione di aumentare l'offerta di moneta. Un tale rialzo potrebbe accompagnarsi a un'espansione dell'offerta di moneta, anche se il governo con l'azione espansiva sperava di *abbassare* i saggi d'interesse. Quando i mercati sono molto sensibili

⁵ RALPH C. BRYANT, *Money and Monetary Policy in Interdependent Nations*, Brookings Institution, 1981, p. 231.

al pericolo dell'inflazione, *qualunque* tentativo da parte del governo di espandere la domanda potrebbe incontrare sul mercato forti reazioni perverse, che sarebbero tanto più gravi quanto più la domanda è influenzata da variazioni nei tassi d'interesse e nelle condizioni del credito piuttosto che da variazioni nei flussi del reddito.

Anche se può essere difficile scindere la politica fiscale dalla politica monetaria, e viceversa, ci sono obiettivi di politica economica per i quali certi tipi di strumenti sono più appropriati di altri. Per esempio, si era soliti pensare che la politica fiscale era guidata da fattori prevalentemente interni e la politica monetaria da fattori internazionali. Questo non vuol dire che i non-residenti detentori, poniamo, di sterline non si curino delle condizioni del bilancio pubblico inglese e che il governo si senta nell'impossibilità di dichiarare obiettivi monetari riferiti esclusivamente alla situazione interna del paese. E' possibile che la politica di bilancio sia anche usata per ottenere miglioramenti della bilancia dei pagamenti mediante l'imposizione fiscale su saldi monetari detenuti da stranieri o, in circostanze opposte, su redditi provenienti da investimenti inglesi all'estero; e che restrizioni monetarie si sostituiscano a inasprimenti fiscali quando considerazioni elettorali sconsigliano di ricorrere ad aggravii d'imposte. Ma i limiti entro i quali la politica monetaria può riconciliare pressioni divergenti interne e internazionali sono stretti. Così come è difficile controllare simultaneamente il prezzo e la quantità di moneta (i saggi d'interesse e l'offerta di moneta), è altrettanto difficile controllare simultaneamente la quantità di moneta di un paese e il prezzo a cui tale moneta può essere scambiata con moneta estera, vale a dire il tasso di cambio. Se la quantità di moneta viene aumentata in modo eccessivo, una parte dell'eccedenza si riversa sul mercato dei cambi, deprimendovi il valore della moneta e spingendo al rialzo in questo e in altri modi i prezzi interni. Effetti simili, forse ancora più forti, deriveranno da una diminuzione dei tassi d'interesse in una situazione di alta mobilità internazionale dei capitali. Per converso, se il governo si impegna a realizzare un dato obiettivo monetario che implichi un elevato livello dei tassi d'interesse, non è più in grado di impedire un aumento del tasso di cambio e un afflusso di capitali esteri, che aiuterà ad alleviare la divisata scarsità di moneta. In assenza di controlli sui flussi di capitali (e, di solito, nonostante simili controlli) ci sono limiti al potere di un solo paese di stringere o di allentare le condizioni del credito in rapporto alle condizioni di altri paesi.

Anche fattori internazionali limitano il potere dei singoli paesi di usare efficacemente la politica fiscale per stabilizzare il livello della domanda. Fluttuazioni del livello dell'attività economica sul piano internazionale si riflettono quasi inevitabilmente sui mercati interni dei paesi più importanti. Se questi cercano di attenuare o di controllare gli effetti delle fluttuazioni sull'economia interna con la sola politica fiscale, non possono farlo se non prendendosi delle libertà con la bilancia dei pagamenti. Possono sfuggire alla loro "quota" di depressione mondiale solo se sono in grado di trasferire risorse da impieghi internazionali a usi interni; e, anche se dispongono di ampie riserve o possono ottenere finanziamenti all'estero, non è detto che un tale trasferimento sia facile da realizzare.

In circostanze normali i limiti posti all'espansione monetaria sembrerebbero abbastanza stretti. I monetaristi hanno ragione ad attirare l'attenzione sulla possibilità che un eccessivo aumento dell'offerta di moneta faccia salire i prezzi senza prima produrre alcun aumento di reddito. L'espansione monetaria, sia che la catena di causalità passi attraverso un rialzo del prezzo delle attività interne oppure attraverso una diminuzione del tasso di cambio, porta con sé il pericolo dell'inflazione, pericolo che in passato non è stato sufficientemente riconosciuto e che differenzia l'espansione monetaria da quella fiscale. Non si può ignorare questo pericolo asserendo che un eccesso di creazione monetaria è impossibile, perché la domanda di moneta deve sempre essere uguale all'offerta e il pubblico, se si trovasse con un'eccedenza di moneta, se ne libererebbe. Certo, se ne libererebbe: ma è proprio spendendola che farà aumentare i prezzi.

D'altro lato, è egualmente sbagliato pensare che qualsiasi aumento dell'offerta di moneta superiore all'aumento del PNL sia destinato ad essere inflazionistico. Può darsi che ci sia un alto grado di stabilità nella relazione che lega i saldi monetari al PNL e che, perché tale relazione vari più di pochi punti percentuali all'anno, sia necessaria una politica monetaria eccezionalmente rigida o eccezionalmente accomodante. Ma questo non ci autorizza a pensare che una maggior quantità di moneta debba significare prezzi più alti invece che maggior produzione, oppure che la domanda di saldi monetari non cambi mai. Tutto quello che possiamo dire è che una variazione percettibile di quella relazione dovrebbe essere un segnale d'allarme.

Nel caso della politica fiscale ci sono limiti di altra natura. Un alto e continuato fabbisogno di credito del settore pubblico aumenta il totale del debito esistente. Gli effetti di questo aumento sul sistema economico dipenderanno da molti fattori. In primo luogo, dalla misura in cui il nuovo indebitamento pubblico non fa altro che prendere il posto di nuovi debiti privati, lasciando immutato il livello dell'attività economica. In questo caso non ci sono ovvi motivi perché ci siano sensibili variazioni nei saggi d'interesse. In secondo luogo, tali effetti dipenderanno dal reddito generato dalle attività create con il debito pubblico, e se questo sarà sufficiente a coprire il servizio del debito oppure lascerà un residuo che si gonfierà progressivamente e assorbirà una crescente proporzione degli introiti fiscali. In terzo luogo, dipenderanno dal tasso d'inflazione, che indubbiamente farà aumentare i tassi d'interesse e accrescerà l'onere degli interessi passivi nel bilancio pubblico, ma nello stesso tempo eroderà una parte del peso reale del debito. Un quarto fattore da considerare è l'aumento netto della ricchezza del settore privato e le sue ripercussioni sul tasso di risparmio.

E' evidente che gli ultimi due fattori considerati sono strettamente connessi. Non ci sarà alcun aumento della ricchezza netta del settore privato se il valore del debito esistente in mano dei privati viene ridotto dall'inflazione più rapidamente del nuovo debito creato e collocato presso il pubblico. Non si tratta affatto di una situazione ipotetica, perché, nonostante i forti aumenti in termini nominali del debito pubblico causati dai persistenti deficit di bilancio e il pesante ricorso all'indebitamento degli ultimi anni, il valore reale dei titoli pubblici assorbiti dal mercato nel Regno Unito è venuto anno dopo anno diminuendo. In gran parte gli stessi deficit sono fittizi dal momento che sono gonfiati dai più alti saggi d'interesse che devono essere offerti sui titoli di nuova emissione a causa proprio dell'inflazione che riduce il valore dei titoli esistenti.

Per qual motivo allora i governi dovrebbero esitare a ricorrere a prestiti nel corso di una grave recessione? Presumibilmente non perché hanno idee monetariste. La decisione di aumentare il livello dell'indebitamento pubblico, infatti, non contraddice in nulla l'ortodossia monetarista, se in questo modo, come è accaduto in Inghilterra negli ultimi dieci anni, si accresce di poco o per nulla l'offerta di moneta. Le esitazioni derivano in parte dalla paura di aggravare l'inflazione e in parte dalla preoccupazione di evitare rialzi dei tassi d'interesse. Ci sono circostanze in cui questi scrupoli hanno un serio

fondamento. Per esempio, se il governo non valuta correttamente l'estensione della capacità inutilizzata nel sistema economico (come sembra sia avvenuto nel 1972-73) il maggior fabbisogno di credito del settore pubblico verrà ad aggiungersi al fabbisogno di capitale che già grava sulle disponibilità di finanziamento esistenti e gonfierà la domanda quando sono già stati raggiunti i limiti della capacità produttiva. Ma quando c'è un'ampia capacità inutilizzata, gli effetti sull'inflazione dovrebbero essere piuttosto diversi. Quando l'economia si espande passando da un basso livello di attività a un livello più alto, quale che ne sia la causa, ci può essere un aggravarsi della pressione sui prezzi e sui tassi d'interesse. Ma se i salari non aumentano più rapidamente di quanto altrimenti avrebbero fatto, è probabile che l'aumento di pressione sia modesto e affatto differente dalla pressione *continuata* sul livello dei prezzi che si ha quando la domanda supera la capacità del sistema.

L'effetto sui tassi d'interesse potrebbe invece essere più consistente. Se l'offerta di moneta non si espande, vi sarebbe una maggiore pressione sui fondi disponibili e prima o poi potrebbe diventare necessario un qualche aumento dei tassi d'interesse a causa dell'aumento della pressione sul tasso di cambio. Se poi la spesa dello stato sostituisce spese del settore privato, lo stesso livello di attività potrà essere recuperato soltanto con tassi d'interesse un po' più elevati perché il modo di finanziare i due tipi di spesa non è lo stesso. L'investimento privato, soprattutto nell'industria manifatturiera, è finanziato in gran parte con i profitti e raramente comporta indebitamenti a lungo termine di grosse dimensioni. Durante una crisi, i profitti scompaiono mentre la spesa in deficit dello stato è coperta da fondi ottenuti o sul mercato finanziario o, in misura limitata, sul mercato dei titoli a breve. Se perciò le autorità monetarie non sono disposte ad aumentare l'offerta di moneta, è probabile che i tassi d'interesse siano spinti al rialzo con il risultato di provocare un qualche ulteriore "spiazzamento" dell'investimento privato. Di solito però questo spiazzamento neutralizzerà soltanto parzialmente lo stimolo iniziale proveniente dalla spesa pubblica.

* * *

Così negli ultimi cinquant'anni l'accento si è spostato dalla politica monetaria alla politica fiscale e poi di nuovo alla politica monetaria. Questi movimenti hanno seguito i cambiamenti nei parametri del sistema economico, nelle idee degli economisti sul suo funzionamento, negli obiettivi dei responsabili delle scelte economiche, negli atteggiamenti e nelle aspettative a cui il sistema reagisce. Il vecchio consenso è scomparso e non se ne è creato ancora uno nuovo. In questo stato di incertezza sarebbe un errore se i governi procedessero affidandosi completamente ad un solo modello o dessero la priorità ad un solo strumento di politica economica. Politiche economiche differenti interagiscono tra di loro ed è quasi impossibile separare e misurare i loro esiti. Quello che è necessario è sempre una combinazione di diverse politiche che sia adatta alle circostanze.

Da questo punto di vista dobbiamo riconoscere che non disponiamo di uno strumento che riduca l'inflazione senza diminuire la produzione, e che se l'inflazione non viene ridotta la piena occupazione è compromessa. In un mondo con inflazione sia la politica fiscale sia la politica monetaria hanno gravi limiti, ma la loro efficacia è ristabilita in un mondo in cui c'è disoccupazione e che sia stato liberato dall'inflazione. In un mondo siffatto la condizione più importante da soddisfare è la stabilità dei salari monetari, perché solo in tal caso è possibile esercitare sull'occupazione lo stimolo necessario mediante misure monetarie e fiscali.

In qualche punto del sistema ci dev'essere un elemento che con la sua costanza ponga limiti all'instabilità del sistema stesso. Questa costanza un tempo era cercata nel *gold standard*, poi in un tasso di cambio fisso e ora in obiettivi (o traguardi) monetari. I primi due strumenti sono stati abbandonati e il terzo non è ciò di cui c'è realmente bisogno. Per impartire al sistema l'inerzia necessaria abbiamo bisogno di un definito meccanismo volto a stabilizzare i salari monetari, perché senza questa stabilità il sistema sarà instabile e vana sarà la promessa di piena occupazione. Se invece i salari monetari sono mantenuti stabili in misura ragionevole, è nuovamente possibile combinare politica monetaria e politica fiscale per riportare la produzione e l'occupazione ad alti livelli senza incorrere nel rischio di una inflazione insostenibile.

ALEC CAIRNCROSS