



Moneta e Credito

COMITATO DI DIREZIONE

Luigi Abete
Antonio Pedone
Giorgio Ruffolo

Nerio Nesi
Romano Prodi

Luigi Pasinetti
Alberto Quadrio Curzio
Mario Sarcinelli

Direttore responsabile Alessandro Roncaglia
Direttore Carlo D'Ippoliti

Assistenti di redazione

M. Elisabetta Magliola

Iolanda Sanfilippo

Volume 72 (2019)

N. 287 Settembre

Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio

a cura di Emiliano Brancaccio e Fabiana De Cristofaro

Introduzione <i>Mauro Gallegati</i>	163
Ripensare le politiche macroeconomiche: evoluzione o rivoluzione? <i>Olivier Blanchard, Lawrence H. Summers</i>	171
Sulle condizioni per una "rivoluzione" della teoria e della politica economica <i>Emiliano Brancaccio</i>	197
Blanchard e Summers: rivoluzione o conservazione? <i>Roberto Ciccone e Antonella Stirati</i>	207
Alcune considerazioni su debito e disuguaglianza <i>Alessia Amighini, Francesco Giavazzi</i>	219
Alla ricerca di una migliore teoria macroeconomica <i>Heinz D. Kurz, Neri Salvadori</i>	229
La solitudine dell'agente rappresentativo: eterogeneità e interazione per una nuova macroeconomia <i>Giovanni Dosi, Andrea Roventini</i>	249
Commento al dibattito Blanchard-Brancaccio <i>Annalisa Rosselli</i>	259
Note a margine del dibattito tra Blanchard e Brancaccio, con lo sguardo rivolto al contesto italiano <i>Roberto Torrini</i>	267



Moneta e Credito

vol. 72 n. 287 (settembre 2019)

Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio

Introduzione*

MAURO GALLEGATI

Abstract:

Questo numero speciale di Moneta e Credito raccoglie gli atti di un simposio ispirato da un dialogo tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio sulle crisi e le possibili future "rivoluzioni" della teoria e della politica economica. Il simposio evidenzia le potenzialità di una rinnovata comunicazione tra paradigmi concorrenti e di una critica costruttiva all'approccio oggi dominante ai fini di un rinnovato progresso della conoscenza in campo economico.

This special issue of Moneta e Credito collects the proceedings of a symposium inspired by a dialogue between Olivier Blanchard and Emiliano Brancaccio dedicated to the crises and possible future "revolutions" of economic theory and policy. The symposium highlights the benefits of renewed communication between competing paradigms and constructive criticism of the current mainstream for the purpose of a renewed progress of economic knowledge.

Università Politecnica delle Marche,
email: mauro.gallegati@univpm.it

Per citare l'articolo:

Gallegati M. (2019), "Introduzione",
Moneta e Credito, 72 (287):163-170.

DOI: https://doi.org/10.13133/2037-3651_72.287_1

JEL codes:

B4, B5, E6

Keywords:

economic theory, economic policy,
crisis, revolution, scientific competition,
alternative paradigms.

Homepage della rivista:

<http://www.monetaecredito.info>

Questo numero di *Moneta e Credito* pubblica gli atti inerenti al dibattito "There is (no) alternative: pensare un'alternativa", con Olivier Blanchard ed Emiliano Brancaccio, tenutosi a Milano il 19 dicembre 2018 e organizzato dalla Fondazione Giangiacomo Feltrinelli (Blanchard e Brancaccio, 2019). Già capo economista del Fondo Monetario Internazionale negli anni della crisi e tra i massimi esponenti dell'approccio prevalente di teoria e politica economica, Blanchard ha mostrato una crescente disponibilità a rivedere alcuni capisaldi dell'impostazione *mainstream*. Negli ultimi anni egli ha pure riconosciuto la possibilità di trarre ispirazione da linee di ricerca eretiche, come quelle di Minsky, Kaldor e altri. La sua partecipazione all'iniziativa di Milano si iscrive in questo percorso. Nell'occasione Blanchard si è confrontato con Emiliano Brancaccio, esponente delle scuole di pensiero economico critico nonché autore dell'*Anti-Blanchard*, un testo di macroeconomia comparata che in questi anni ha suscitato un interesse diffuso non solo tra gli studiosi eterodossi ma anche nelle file del *mainstream* accademico (Brancaccio, 2017; Brancaccio e Califano, 2018).

Nel 1997 Blanchard pubblicava *Macroeconomics*, un manuale destinato a diventare di straordinario successo, che egli presentava così: "My hope is that, as a result, readers of this

* Contributo al numero speciale di *Moneta e Credito* dal titolo "Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio", ispirato dal dibattito tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio tenutosi presso la Fondazione Feltrinelli a Milano il 18 dicembre 2018. Numero a cura di Emiliano Brancaccio e Fabiana De Cristofaro.



book will see macroeconomics as a coherent whole, not as a collection of models drawn from a hat" (Blanchard, 1997). Da allora il suo manuale rappresenta la versione più avanzata della nuova sintesi neoclassica (Blanchard, 2016). Come nella migliore tradizione didattica statunitense, si concentra sul "nucleo" della macroeconomia contemporanea e dà allo studente l'impressione che la teoria economica segua un sentiero unico e progressivo. Dei dibattiti e dei differenti approcci non c'è traccia. Sembra la conferma del detto di Maffeo Pantaleoni secondo cui in economia esistono solo due scuole: chi la conosce e gli altri.

Il modello didattico di Blanchard si basa sul concetto di "equilibrio naturale" che si determina dall'equilibrio di mercato quando le curve di domanda e di offerta aggregata – o curve equivalenti – si incontrano. Secondo tale approccio, le politiche di espansione della domanda non possono modificare l'equilibrio naturale. Questo può mutare solo agendo sui cosiddetti "fondamentali", per esempio con politiche dell'offerta che rimuovano gli ostacoli alla concorrenza sui mercati, il che accade quando si rende più flessibile il mercato del lavoro. La domanda avrebbe dunque solo effetti di breve periodo e l'offerta di lungo.

Il 2008 è stato un anno difficile per tutti. Sebbene i prodromi della crisi si fossero già manifestati l'anno precedente, nell'ottobre di quell'anno il PIL iniziò a crollare nelle principali economie. Alcuni paesi si sono ripresi nel giro di pochi anni, mentre altri ancora annaspiano. Nell'agosto di quell'anno – un mese prima di divenire capo economista del Fondo Monetario Internazionale e un mese prima del fallimento di Lehman Brothers – Blanchard pubblica un working paper del National Bureau of Economic Research dal poco profetico titolo: "The state of macro is good" (Blanchard, 2008). Sarebbe stato facile fare dell'umorismo su quell'improvvida affermazione. Brancaccio nel suo *Anti-Blanchard* non ne fa.

L'*Anti-Blanchard* è strutturato come un saggio breve con l'obiettivo di presentare agli studenti una visione meno univoca dell'evoluzione del pensiero economico. In questo senso, non mira a sostituire il manuale di Blanchard ma punta piuttosto ad analizzarlo criticamente per proporre un approccio comparativo tra *mainstream* e impostazioni alternative. Il modello di offerta e domanda aggregata di Blanchard e le sue successive derivazioni sono presi come riferimento preliminare. Brancaccio ne evidenzia con efficacia le fragilità, mostrando che piccole modifiche di ipotesi assunte ad assiomi determinano implicazioni analitiche e politiche del tutto diverse. Così, per esempio, mentre i manuali *mainstream* assumono che la relazione tra salari da un lato e domanda aggregata e produzione sia negativa, derivata dagli assiomi di razionalità e completezza dei mercati, Brancaccio mostra che in realtà tale relazione può essere positiva e che quindi i risultati delle politiche economiche prevalenti possono ribaltarsi: ad esempio, le politiche di flessibilità del lavoro possono ridurre i salari e quindi anche la domanda, la produzione e l'occupazione, e così via.

Dopo la "Great Moderation", e forse anche a causa di essa, a partire dalla seconda metà degli anni Novanta il dibattito tra economisti si è praticamente interrotto tanto che Lucas poteva suggellare nel 2003: "the central problem of depression-prevention has been solved, for all practical purposes, and has in fact been solved for many decades". Personalmente, come allievo di Hyman Minsky, devo confessare che le parole di Lucas mi erano già da allora sembrate fuori luogo vista la crisi bancaria in Svezia dei primi anni '90, e quelle finanziarie asiatiche del 1997-98, e a seguire in Russia, Brasile e Argentina. Anche altri, in quello stesso periodo, ritenevano che il problema delle depressioni fosse tutt'altro che scongiurato (Sylos Labini, 2003). In ogni caso, sarebbero passati solo quattro anni dalla dichiarazione di Lucas e la realtà avrebbe smentito la teoria e rivitalizzato quell'approccio storico-critico di cui l'*Anti-Blanchard* è testimonianza feconda.

Alla crisi il *mainstream* ha reagito in due modi. Da una parte un déjà-vu: arricchire il modello prevalente, introducendo prima le banche e poi il sistema finanziario, insieme a rigidità varie, fino all'eterogeneità debole – senza interazioni – in ogni caso senza mettere in discussione il nucleo assiomatico della teoria, in un modo che ricorda da vicino l'“epiciclizzazione” del sistema tolemaico. Questa prassi mira comunque a ribadire la propria autosufficienza teorica. Pochi anni prima della “grande recessione” Robert Barro (1997) auspicava addirittura una politica di “zero prigionieri” tra i non *mainstream*. Ma anche recentemente Christiano e altri hanno definito come “dilettanti” coloro i quali non usano i tradizionali modelli Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) (Christiano *et al.*, 2018). Dall'altra parte, vi è chi apre – moderatamente – a nuovi approcci purché si perseveri nell'adozione del nucleo neoclassico, il “paradigma della scarsità”, per il quale i prezzi dei beni dipendono dalla scarsità degli stessi. Brancaccio evidenzia invece l'alternativa del “paradigma della riproducibilità”, secondo cui i prezzi delle merci sono determinati dai costi e dai profitti, ovvero dalle condizioni di riproduzione del capitale. Questo sì che sarebbe un cambio di paradigma. Necessario o meno lo dovrebbe stabilire l'evidenza empirica e non gli assiomi, che sono buoni per costruire strumenti e non una scienza, “dura” o “soft” che sia.

Non mi aspetto certo che Blanchard scriva un *Anti-Brancaccio* né che ripudi il suo manuale. Eppure egli oggi sostiene che: “[f]ino alla crisi finanziaria globale l'economia *mainstream* aveva una visione tutto sommato sdolcinata delle fluttuazioni economiche. La crisi ha messo in chiaro che questa visione era sbagliata e che vi è la necessità di una profonda rivalutazione”; e che: “[p]assando dalla politica alla ricerca, il messaggio [della Grande Recessione] dovrebbe essere quello di lasciare che cento fiori sboccino. Ora che siamo più consapevoli delle non-linearità e dei pericoli che comportano, dobbiamo esplorare ulteriormente, teoricamente ed empiricamente, tutti i tipi di modelli” (Blanchard, 2014). Queste dichiarazioni non sono lontane dal riconoscere che l'idea che piccoli disturbi possano produrre grandi effetti non può essere contemplata nel mondo lineare dell'economia assiomatica neoclassica, ovvero che l'economia è instabile nel senso di Minsky. Del resto, in tema di debito e tassi d'interesse, il lavoro di Blanchard e Summers pubblicato su questo numero (Blanchard e Summers, 2019) ricorda da vicino le definizioni minskyane di posizioni finanziarie coperte-speculative-Ponzi.

Non possiamo però accettare l'idea di Blanchard che, quando le cose vanno bene, possiamo ancora utilizzare i DSGE. Un'altra classe di modelli economici, volti a misurare il rischio sistemico e quindi l'interazione, dovrebbe essere usata per segnalarci che siamo troppo vicini alle crisi e per valutare le politiche per ridurre il rischio. Cercare di creare un modello che integri tempi normali e tempi di crisi – e che quindi vada bene in tutte le stagioni – sembra al di fuori della portata concettuale e tecnica della professione, almeno in questa fase. Eppure Brancaccio ci fa vedere che adottando il paradigma della riproducibilità possiamo ambire a un modello che spieghi sia il sorgere del Sole che il tramonto. Il fatto che dobbiamo modificare i modelli precedenti alla Grande Recessione è ormai assodato. Ma dobbiamo cambiare paradigma o continuare con la strategia di aggiungere epicicli su epicicli, come facevano gli astronomi tolemaici con le irregolarità astrali?

A proposito di cambi di paradigma, la non-linearità deriva da eterogeneità e interazione. Un sistema si dice lineare se lo si può scomporre in più parti tra loro indipendenti, cioè autonome. Quando, invece, le varie componenti interagiscono direttamente le une con le altre senza un coordinatore centrale che renda possibile la riduzione del sistema all'attività delle singole unità, allora si parla di non-linearità. In un sistema non lineare nessuna delle sue componenti può essere analizzata separatamente dall'altra proprio a causa dell'interazione. Il

comportamento emergente di un sistema è dovuto alla non-linearità. Le proprietà di un sistema lineare sono infatti additive: l'effetto di un insieme di elementi è la somma degli effetti considerati separatamente, e nell'insieme non appaiono nuove proprietà che non siano già presenti nei singoli elementi. Ma se vi sono termini combinati, che dipendono gli uni dagli altri, allora il complesso è diverso dalla somma delle parti e compaiono effetti nuovi. In economia si approntano modelli matematici che descrivono il sistema come se fosse lineare e alla valenza empirica si preferisce il rigore matematico basato su assiomi e linearità. Si assumono come validi l'individualismo metodologico e l'ipotesi di linearità. Ma un modello matematico lineare è una funzione polinomiale, i cui coefficienti sono indipendenti l'uno dall'altro o così debolmente dipendenti da poter trascurare le interazioni. Tipici dei sistemi complessi sono i concetti di autorganizzazione e di comportamento emergente. L'autorganizzazione indica che i singoli elementi agiscono senza alcun coordinatore centrale, in modo autonomo e *bottom-up*: una delle conseguenze dell'auto-organizzazione nei sistemi complessi, è che non si può più parlare di leggi universali, bensì specifiche. Il comportamento emergente significa che esso non è desumibile dalla semplice sommatoria degli elementi che compongono il sistema (Gallegati, 2018).

Blanchard aderisce al detto di Keynes: “[q]uando cambiano i fatti, io cambio opinione. E voi?”. Non credo però che vi aderisca così tanto da indurmi a credere che Blanchard diventi prima o poi un “Anti-Blanchard”. Se la Grande Recessione è stata in primo luogo una crisi economica, non si deve sottovalutare che è stata anche una crisi della teoria (Roncaglia, 2010), tanto che la *economics* naviga ancora in cattive acque. Anche se esiste tuttora un approccio *mainstream*, la sua solidità teorica e capacità di spiegare l'evidenza empirica sono sempre più fragili e messe in discussione. A mio avviso l'*Anti-Blanchard* ci invita soprattutto a riflettere sul fatto che nel suo nucleo la teoria economica *mainstream* è assiomatica e che per questo si è preoccupata soprattutto della coerenza interna, cioè che le premesse fossero coerenti con le conclusioni. Ma l'esito a cui è giunta non corrisponde a quanto sperato: il libero mercato garantisce l'esistenza di un sentiero di equilibrio, ma non la sua unicità né la sua stabilità. L'esistenza è poi conseguente ad un assioma: la conoscenza del vero modello dell'economia. Purtroppo la teoria del caos ci informa che senza conoscenza completa dell'esistente, ogni sentiero è possibile.

Verso la metà del XVIII secolo, alcune delle economie occidentali vengono trasformate dal progresso tecnologico portato dalla Rivoluzione industriale. Questo avviene un secolo dopo Newton e il conseguente rivolgimento avvenuto nella fisica: dalla piccola mela agli enormi pianeti, tutti gli oggetti sembrano obbedire alla semplice legge di gravitazione. Per una nuova figura di scienziato sociale, l'economista, è dunque naturale prendere in prestito il linguaggio – la forma – della scienza di maggior successo, la fisica appunto. È da allora che la fisica meccanica del XVII secolo governa l'economia. Tra le possibili strade alternative, imboccate da tutte le altre discipline, dalla biologia alla sociologia alla fisica, l'economia sceglie di adottare solo lo strumento matematico non accompagnato dalla verificabilità delle ipotesi, il che dà luogo alla deriva assiomatica e alla non falsificabilità delle stesse. Così, se nel capitolo finale della sua *Teoria generale* Keynes può sostenere che i politici sono schiavi di teorie economiche superate, possiamo dire che, a loro volta, gli economisti sono tuttora schiavi della fisica di Newton.

Siamo intorno al 1870, alla vigilia del tramonto della meccanica classica e del riduzionismo. La fisica dei microelementi che interagiscono è ancora di là da venire, e l'economia rimane intrappolata nella visione “equilibrata” di Walras. La matematizzazione

entra prepotentemente in scena, soppianta la *political economy*, l'economia politica dei classici, e la trasforma in *economics*, in pseudoscienza. Da lì in poi, l'aggiunta di assiomatizzazione e non falsificabilità ha portato alla degenerazione del paradigma di ricerca della teoria economica standard (Lakatos, 1970) che Brancaccio evidenzia. Si assume cioè nel *mainstream* che gli agenti abbiano una conoscenza completa del vero modello dell'economia e che siano quindi in grado di valutare le conseguenze degli shock. Non sorprende che Gregory Mankiw, considerato uno dei fondatori della New Keynesian DSGE, abbia sostenuto che "tali modelli hanno avuto poco impatto sulla pratica macroeconomica" e che "l'osservazione dei fatti senza la teoria è divenuta l'attività principale degli economisti" (Mankiw, in Bergmann, 2009).

Le cause della situazione attuale risalgono dunque al metodo classico, newtoniano, non adeguato per studiare i costituenti della materia, anche se va ancora bene per analizzare la cinematica dei corpi macroscopici (curiosamente, gli economisti usano una metodologia macro per studiare la micro e trattano la prima come se fosse una sommatoria della seconda). Il superamento in fisica avviene quando sorge il problema di studiare il mondo micro: un nuovo problema pone la necessità di "inventare" un nuovo metodo. Così hanno fatto i fisici. Invece gli economisti non hanno cambiato né problema né metodo: il nucleo *mainstream* utilizza ancora il vecchio armamentario che andrebbe bene se il macro non fosse altro che la somma degli elementi micro.

Come *political economy*, l'economia aveva l'obiettivo di migliorare la società. L'esito, con la vittoria dell'*economics* è stato opposto. L'economia è diventata un sistema soggetto alle leggi di natura e quindi non mutabile né migliorabile se non rimuovendo tutto ciò che lo allontani dai mercati perfetti. È come se il pensiero economico dominante fosse rimasto intrappolato nella fisica del XVII secolo e non riuscisse ancora a liberarsi da questo abbraccio mortale. La storia della scienza in futuro, guardando ai nostri giorni, paragonerà la situazione della teoria economica di oggi all'astronomia dei tempi di Galileo, quando l'ortodossia tolemaica sopravviveva boccheggiante solo grazie alla tortura. Gramsci ricorda che la crisi arriva quando il vecchio muore e il nuovo non riesce a nascere: in questo interregno si verificano i fenomeni morbosi più svariati. In campo economico gli esempi odierni non mancano: dall'austerità espansiva alla deflazione salariale come stimolo all'occupazione.

Al dibattito di Milano Olivier Blanchard ha presentato una sintesi degli insegnamenti che ritiene di aver tratto dalla storia economica dell'ultimo decennio, dalla grande recessione internazionale ad oggi. Il nucleo della sua relazione verte su un paper scritto assieme a Larry Summers, che viene ripubblicato in italiano in questo numero (Blanchard e Summers, 2019). Olivier Blanchard e Larry Summers si soffermano sull'eventualità che in futuro, a seguito di nuove crisi o di prolungate stagnazioni, possa verificarsi una "evoluzione" o addirittura una "rivoluzione" degli indirizzi di politica economica. Gli autori evocano la possibilità che un eccesso sistematico di risparmio rispetto all'investimento possa determinare un tasso d'interesse prossimo allo zero e in ogni caso inferiore al tasso di crescita dell'economia. A loro avviso, la nuova fase storica impone grandi cambiamenti nella concezione delle politiche economiche: il ridimensionamento delle possibilità d'azione della politica monetaria al fine di stabilizzare il ciclo economico, la necessità di affidarsi a politiche di restrizione finanziaria per scongiurare nuovi fenomeni di instabilità e l'opportunità di sfruttare l'ampliamento dei margini di manovra della politica di bilancio pubblico per sostenere la crescita dell'occupazione e del prodotto sia effettivo che potenziale, dato che anche quest'ultimo può essere influenzato dalle dinamiche della domanda aggregata. Per Blanchard e Summers si

tratta di trasformazioni profonde, che tuttavia possono essere inquadrare in una interpretazione del sistema economico ancora tradizionale, sia pure ampiamente emendata.

Nella sua relazione Emiliano Brancaccio mostra in che modo un approccio comparato ai modelli teorici consenta di mettere in luce i punti di contatto e le divergenze tra l'impostazione di Blanchard e i paradigmi alternativi di teoria economica (Brancaccio, 2019). Una differenza di fondo tra le due visioni consiste nel diverso legame che in regime capitalistico si instaura tra le dinamiche della produzione e dell'occupazione da un lato, e l'andamento dei prezzi e della distribuzione dall'altro. Per l'approccio prevalente tale legame sarebbe regolato da criteri di efficienza neoclassici che risultano neutrali sul piano politico. Per la teoria alternativa, invece, quel nesso è determinato dalle condizioni di riproduzione del capitale ed è aperto al conflitto sociale, inteso nelle sue varie forme. Questa linea di demarcazione tra i due diversi paradigmi, secondo Brancaccio, solleva un problema di posizionamento logico per tutti gli approcci di teoria economica, passati e presenti, inclusi ad esempio i modelli "agent-based". Da questo punto di vista è interessante il fatto che con poche modifiche alcuni modelli di Blanchard possono essere trasportati da un lato all'altro di quella linea di demarcazione. Da ciò, provocatoriamente, Brancaccio arriva a scorgere nella visione dell'ex capo del FMI delle inconsapevoli tracce di "marxismo". Inoltre, nel rilancio di un approccio comparato allo studio dei diversi modelli teorici situati da un lato o dall'altro di quella linea logica Brancaccio ravvisa l'occasione per dare inizio a una rinnovata competizione Lakatosiana tra paradigmi, sottoponendoli a comuni verifiche logiche ed empiriche e consentendo anche una diretta comparazione tra le diverse prescrizioni di politica economica. A questo riguardo, diversamente da Blanchard, Brancaccio ritiene che una "rivoluzione" che in termini più o meno espliciti si ispiri a Keynes dovrebbe basarsi su un cambiamento più radicale, che sul terreno della policy porti almeno, tra l'altro, alla messa al bando della deflazione dei salari e dei prezzi dalla cassetta degli attrezzi per il riequilibrio macroeconomico. Brancaccio solleva infine un interrogativo più generale, intorno alla possibilità o meno che una "rivoluzione" di stampo keynesiano possa oggi concretamente realizzarsi senza il pungolo politico di una minaccia socialista. Interpretando il keynesismo come risultante dialettica della storica disputa novecentesca tra capitalismo e socialismo sovietico egli giunge a una risposta negativa, forse pessimista ma che impone un'attenta riflessione.

Alle relazioni di Blanchard e Brancaccio questo numero aggiunge anche i contributi successivi di Roberto Ciccone e Antonella Stirati, Alessia Amighini e Francesco Giavazzi, Heinz Kurz e Neri Salvadori, Giovanni Dosi e Andrea Roventini, Annalisa Rosselli, Roberto Torrini. Roberto Ciccone e Antonella Stirati accolgono con interesse la "rivoluzione" di politica economica evocata da Blanchard, ma specificano che l'efficacia degli orientamenti di policy dipende dalla coerenza logica delle teorie che le sostengono e dalla loro rilevanza empirica, caratteristiche sulle quali l'impostazione *mainstream* tuttora sostenuta da Blanchard presenta gravi limiti. Essi invocano quindi un cambiamento più generale di ordine paradigmatico, che come Brancaccio ravvisano nel rilancio dell'approccio alternativo degli economisti classici, di Marx e di Sraffa (Ciccone e Stirati, 2019). Lungo il medesimo solco teorico si situa il contributo di Heinz Kurz e Neri Salvadori, che avanzano critiche a due tipiche convinzioni su cui anche i più avveduti esponenti del *mainstream* contemporaneo sembrano edificare i loro modelli: la presunzione che la domanda e l'offerta di una data merce si "comportino bene", ossia abbiano forma e posizione tale da garantire l'esistenza, la stabilità e l'unicità dell'equilibrio; e la presunzione che il progresso tecnico possa essere assorbito dal sistema economico senza prolungate oscillazioni cicliche (Kurz e Salvadori, 2019). Alessia Amighini e Francesco Giavazzi

approfondiscono un aspetto specifico del dialogo tra Blanchard e Brancaccio, inerente al modo in cui i diversi valori assunti dalla differenza tra tasso d'interesse e tasso di crescita possono influire sull'andamento del debito e sui relativi costi fiscali e sociali. A questo proposito, essi si soffermano sui paesi in cui il tasso d'interesse eccede il tasso di crescita e si interrogano sull'esistenza di condizioni tali affinché una politica fiscale restrittiva possa contribuire al contenimento del debito e delle connesse disuguaglianze (Amighini e Giavazzi, 2019). Giovanni Dosi e Andrea Roventini indicano una strada ulteriore per lo sviluppo di una moderna macroeconomia, basata su modelli *agent-based* che interpretino l'economia come un sistema complesso in evoluzione in cui non sussiste isomorfismo tra i livelli micro e macro delle analisi. Questo nuovo filone di ricerca, secondo gli autori, contribuisce alla risoluzione di molte delle problematiche macroeconomiche sollevate da Blanchard e al tempo stesso si posiziona dal lato "critico" della linea di demarcazione teorica tracciata da Brancaccio, poiché esclude legami tra produzione e distribuzione fondati sulla scarsità neoclassica (Dosi e Roventini, 2019); in questa specifica direzione sarebbero auspicabili future indagini, che potrebbero rivelare ulteriori affinità con gli approcci degli economisti classici, di Marx e di Sraffa da cui trae ispirazione l'*Anti-Blanchard*. Annalisa Rosselli sottolinea che il progresso della ricerca scientifica in economia necessita di piena apertura al pluralismo dei paradigmi in accademia e che questo, per esser tale, richiederebbe parità di condizioni nell'accesso alle risorse e nelle possibilità di carriera. Essendo tale parità di condizioni ancora lontana dall'essere raggiunta, merita di essere salutato con favore un confronto come quello tra Blanchard e Brancaccio, che testimonia la necessità avvertita ormai da molti di aprire l'università e le sue procedure di valutazione e selezione alla pluralità dei paradigmi di ricerca (Rosselli, 2019). Roberto Torrini interpreta il dialogo tra Blanchard e Brancaccio come una testimonianza del maggiore spazio che oggi sembra ravvisarsi, in accademia e nelle istituzioni, per lo sviluppo di un dibattito più problematico e meno schematico rispetto al passato. Un dibattito che possa favorire il progresso della conoscenza e in alcune circostanze possa anche evidenziare possibilità di convergenza tra le conclusioni di policy di economisti che seguono approcci teorici anche piuttosto diversi tra loro. Il caso dell'economia italiana rappresenta, a suo avviso, un interessante banco di prova per il dialogo tra linee di ricerca concorrenti (Torrini, 2019).

L'iniziativa della Fondazione Feltrinelli, e il presente numero di *Moneta e Credito* che ne raccoglie gli atti e le discussioni successive, hanno il merito di avere evidenziato le potenzialità di una rinnovata comunicazione tra paradigmi concorrenti di teoria e politica economica. La diffusione in accademia di iniziative di questo tipo suscita oggi l'interesse di un'ampia platea di studiosi, appartenenti a varie scuole di pensiero. Questa tendenza costituisce in fin dei conti un monito anche per coloro i quali, in Italia e altrove, tuttora insistono nell'applicare criteri oscurantisti di valutazione della ricerca, che piegati solo sull'approccio prevalente e chiusi al confronto, da troppo tempo ostacolano il progresso della conoscenza in campo economico.

Bibliografia

- Amighini A. e Giavazzi F. (2019), "Alcune considerazioni su debito e disuguaglianza", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 219-228.
- Barro R. (1997). *Getting It Right: Markets and Choices in a Free Society*, MIT Press, Boston.
- Bergmann B. (2009), "The Economy and the Economics Profession: Both Need Work", *Eastern Economic Journal*, 35 (1), pp. 2-9.
- Blanchard O. (1997), *Macroeconomics*, Upper Saddle River (NJ): Prentice Hall.

- Blanchard O. (2008), "The State of Macro", *NBER Working Paper*, n. 14259, agosto, Cambridge (MA): National bureau of Economic Research.
- Blanchard O. (2014), "Interview", *The TSEconomist Student Magazine*, 11 April, disponibile alla URL: <https://tseconomist.com/archive/march-2014/interview-with-olivier-blanchard-by-hussein-bidawi-benkett-georgios-petropoulos-and-ildrim-valley/>.
- Blanchard O. (2016), *Macroeconomics*, 7a ed., London: Pearson.
- Blanchard O. e Brancaccio E. (2019), "Pensare un'alternativa. Dialogo tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio", *Micromega*, 2, pp. 7-30; (cfr. anche Blanchard O. e Brancaccio E., "Crisis and Revolution in Economic Theory and Policy: A Debate", *Review of Political Economy*, published online 6 August 2019).
- Blanchard O. e Summers L. (2019), "Ripensare le politiche macroeconomiche: evoluzione o rivoluzione?", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 171-195.
- Brancaccio E. (2017), *Anti-Blanchard. Un approccio comparato allo studio della macroeconomia*, 3a ed., Milano: Franco Angeli.
- Brancaccio E. (2019), "Sulle condizioni per una 'rivoluzione' della teoria e della politica economica", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 197-206.
- Brancaccio E. e Califano A. (2018), *Anti-Blanchard Macroeconomics. A Comparative Approach*, Cheltenham (UK) e Northampton (MA, USA): Edward Elgar.
- Christiano L.J., Eichenbaum M.S. e Trabandt M. (2018), "On DSGE Models", *Journal of Economic Perspectives*, 32 (3), pp. 113-140.
- Ciccione R. e Stirati A. (2019), "Blanchard e Summers: rivoluzione o conservazione?" *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 207-218.
- Dosi G. e Roventini A. (2019), "La solitudine dell'agente rappresentativo: eterogeneità e interazione per una nuova macroeconomia", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 249-258.
- Gallegati M. (2018), *Complex Agent-Based Models*, Springer.
- Kurz H. e Salvadori H. (2019), "Alla ricerca di una migliore teoria macroeconomica", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 229-247.
- Lakatos, I. (1970). "Falsification and the methodology of scientific research programmes", in Imre Lakatos and Alan Musgrave (eds.), *Criticism and the Growth of Knowledge*. Cambridge University Press, pp. 91-195.
- Roncaglia A. (2010), "Le origini culturali della crisi", *Moneta e Credito*, 63 (250), pp. 107-118.
- Rosselli A. (2019), "Commento al dibattito Blanchard-Brancaccio", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 259-265.
- Sylos Labini P. (2003) "Le prospettive dell'economia mondiale", *Moneta e Credito*, 56 (223), pp. 267-294.
- Torrini R. (2019), "Note a margine del dibattito tra Blanchard e Brancaccio, con lo sguardo rivolto al contesto italiano", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 267-274.



Moneta e Credito

vol. 72 n. 287 (settembre 2019)

Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio

Ripensare le politiche macroeconomiche: evoluzione o rivoluzione?

OLIVIER BLANCHARD e LAWRENCE H. SUMMERS*

Abstract:

L'ovvia lezione della Grande crisi finanziaria è che il sistema finanziario conta e che altre crisi finanziarie probabilmente si verificheranno di nuovo. La seconda lezione, più generale, è che spesso l'economia non è in grado di auto-stabilizzarsi. Queste due lezioni, in un contesto in cui i tassi d'interesse "neutrali" dovrebbero rimanere bassi, hanno chiare implicazioni per la progettazione delle politiche di stabilizzazione. Come minimo, esse suggeriscono che le politiche potrebbero dover diventare più aggressive, sia ex ante che ex post, con un ribilanciamento di ruoli tra politiche monetarie, fiscali e finanziarie. In particolare, bassi tassi "neutrali" riducono i margini d'azione della politica monetaria, ma aumentano la possibilità di utilizzo della politica fiscale. Pensiamo a tale ribilanciamento come una evoluzione. Se tuttavia, i tassi "neutrali" diventeranno ancor più bassi o la regolamentazione finanziaria risulterà insufficiente per prevenire le crisi, potranno rendersi necessarie misure ancor più drastiche, inclusi più ampi disavanzi di bilancio, revisioni degli obiettivi di politica monetaria o restrizioni più severe sul sistema finanziario. Pensiamo a tutto questo come una rivoluzione. Il tempo ci dirà.

The obvious lesson from the Great Financial Crisis is that the financial system matters and financial crises will probably happen again. The second, more general, lesson is that the economy is often not self-stabilizing. These two lessons, together with an environment where "neutral" interest rates are likely to remain low, have clear implications for the design of stabilization policies. At a minimum, they suggest that policies may need to become more aggressive, both ex-ante and ex-post, with a rebalancing of the roles of monetary, fiscal and financial policies. In particular, while low "neutral" rates decrease the scope for using monetary policy, they increase the scope for using fiscal policy. Think of such rebalancing as evolution. If however, "neutral" rates become even lower, or financial regulation turns out to be insufficient to prevent crises, more dramatic measures, including larger fiscal deficits, revised monetary policy targets, or sharper restrictions on the financial system, may be needed. Think of this as revolution. Time will tell.

Olivier Blanchard: Peterson Institute for International Economics;
Lawrence H. Summers: Harvard University

Per citare l'articolo:

Blanchard O., Summers L.H.: (2019), "Ripensare le politiche macroeconomiche: evoluzione o rivoluzione?", *Moneta e Credito*, 72 (287): 171-195

DOI:

https://doi.org/10.13133/2037-3651_72.287_2

JEL codes:

E02, E20, E31, E32, E42, E5, E62

Keywords:

monetary, fiscal and financial policies; macroeconomic stabilization; evolution or revolution of economic policy

Homepage della rivista:

<http://www.monetaecredito.info>

* Contributo al numero speciale di *Moneta e Credito* dal titolo "Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio", ispirato dal dibattito tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio tenutosi presso la Fondazione Feltrinelli a Milano il 18 dicembre 2018. Numero a cura di Emiliano Brancaccio e Fabiana De Cristofaro. Traduzione del capitolo introduttivo del volume *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession*, Cambridge (MA): MIT Press, 2019. Questo lavoro fu originariamente realizzato per la conferenza "Rethinking Macroeconomic Policy IV" tenutasi presso il Peterson Institute for International Economics a Washington nell'ottobre 2017 e viene qui riproposto dagli autori in relazione al dibattito riportato in Blanchard e Brancaccio (2019). Gli autori ringraziano Vivek Arora, Ben Bernanke, Giovanni dell'Ariccia, Bill Cline, Stanley Fischer, Morris Goldstein, Greg Ip, Colombe Ladreit, Thomas Pellet, Lukasz Rachel, Martin Sandbu, Andrei Shleifer, Robert Solow, Anna Stansbury, Nicolas Veron, e David Vines per i commenti, e Andrew Sacher per l'assistenza alla ricerca.



Quest'opera è distribuita con licenza internazionale Creative Commons Attribuzione - Non commerciale - Non opere derivate 4.0. Copia della licenza è disponibile alla URL <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

Dopo circa un decennio dall'inizio della Grande crisi finanziaria, ricercatori e policy-maker stanno ancora valutando le implicazioni della crisi e delle sue conseguenze per la politica economica. Le grandi crisi precedenti, dalla Grande Depressione alla stagflazione degli anni '70, determinarono profondi cambiamenti nell'analisi e nella politica macroeconomica. La questione oggi è se questa crisi debba determinare effetti analoghi, e se effettivamente li determinerà. Nostra opinione è che dovrebbe, ma non siamo così sicuri che ciò avverrà.

Come è ovvio, il verificarsi della crisi ha costretto i macroeconomisti a (ri)scoprire il ruolo e la complessità del settore finanziario e a rivalutare l'importanza delle crisi finanziarie nell'influenzare l'attività economica. Ma la lezione da trarre va ben oltre e dovrebbe costringerci a mettere in dubbio alcune credenze consolidate. Tra di esse, gli eventi degli ultimi dieci anni hanno messo in discussione l'idea secondo cui le economie si stabilizzano da sé e hanno nuovamente sollevato la questione che shock temporanei possano avere effetti permanenti. Questi insegnamenti richiedono una rivalutazione della teoria e della politica macroeconomica. In quel che segue esamineremo in dettaglio le loro implicazioni per specifici aspetti della politica economica, senza essere enciclopedici e selezionando solo le questioni che riteniamo più rilevanti.¹

Nella prima sezione di questo lavoro esaminiamo la risposta a due grandi crisi precedenti, la Grande Depressione degli anni '30 e la stagflazione degli anni '70. La prima condusse alla "rivoluzione keynesiana", a una generale preoccupazione verso i processi destabilizzanti, all'attenzione verso l'andamento della domanda aggregata, all'assegnazione di un ruolo cruciale alle politiche di stabilizzazione e a controlli più serrati sul sistema finanziario. La seconda ha portato invece a un parziale rifiuto del modello keynesiano, a una visione più benevola delle fluttuazioni economiche e delle proprietà autostabilizzanti dell'economia, all'attenzione verso semplici regole di politica economica e a un atteggiamento meno rigido nei confronti del sistema finanziario. La questione, allora, è quali sviluppi dovrebbe avere e avrà la crisi da cui siamo appena riaffiorati.

Nella seconda sezione ci concentriamo su quelle che consideriamo i tre insegnamenti principali degli ultimi dieci anni. Il primo insegnamento, non sorprendentemente, riguarda il ruolo cruciale del settore finanziario e i costi delle crisi finanziarie. Il secondo è la natura complessa delle fluttuazioni, dal ruolo delle non linearità nel condurre lungo sentieri potenzialmente esplosivi o implosivi, ai limiti della politica economica, fino agli effetti persistenti degli shock. Il terzo insegnamento è che siamo, e potremmo essere anche nel prevedibile futuro, in un contesto di bassi tassi di interesse nominali e reali, ossia in un ambiente che interagisce con gli elementi tratti dalle prime due lezioni e che impone un ripensamento non solo della politica monetaria ma anche delle politiche fiscali e finanziarie. Ci concentriamo poi sulle implicazioni comuni di questi cambiamenti per le politiche monetarie, fiscali e finanziarie.

Nella terza sezione esaminiamo le implicazioni per la politica monetaria. In un contesto di bassi tassi neutrali e di rischi percepiti più elevati, riteniamo che la principale sfida che la politica monetaria si trova ad affrontare è la trappola della liquidità, sia ex ante che ex post. L'obiettivo d'inflazione dovrebbe quindi essere aumentato? Le banche centrali dovrebbero adottare un obiettivo in termini di livello dei prezzi o di PIL nominale? Il campo dei tassi di interesse nominali negativi può essere ampliato? Riteniamo che la questione debba essere

¹ Qui inoltre limitiamo la nostra attenzione ai temi della stabilizzazione, rinviando il lettore ai contributi alla suddetta conferenza riguardo in particolare ai temi dell'economia aperta (Gopinath, 2019) e del rapporto tra politica macroeconomica e disuguaglianza (Furman, 2019).

affrontata immediatamente anche nei paesi in cui al momento il vincolo non sia stringente. Nella stessa sezione ci occupiamo anche di altre due questioni. In primo luogo, esaminiamo se e come la politica monetaria dovrebbe occuparsi della stabilità finanziaria, concludendo che può essere di scarso aiuto e che il tema della stabilità finanziaria dovrebbe essere lasciato alle politiche in campo finanziario, per quanto imperfette possano essere. In secondo luogo, consideriamo come le banche centrali dovrebbero affrontare l'espansione dei loro bilanci che è conseguita alla crisi; concludiamo che non vi sono motivi convincenti per cui le banche centrali dovrebbero mantenere bilanci così ampi: nella misura in cui vi siano ragioni per incidere sugli spread, meglio agire tramite la politica fiscale e del debito.

Nella quarta sezione ci concentriamo sulle implicazioni per la politica fiscale. In un contesto di limiti alla politica monetaria e di tassi di interesse neutrali situati al di sotto dei tassi di crescita, noi riteniamo che la politica fiscale dovrebbe svolgere un ruolo molto più attivo ai fini della stabilizzazione. Gli stabilizzatori automatici dovrebbero essere migliorati e la possibilità di una risposta discrezionale a shock avversi andrebbe rivalutata. Inoltre, in un contesto in cui è probabile che il tasso di interesse rimanga al di sotto del tasso di crescita per un certo tempo a venire, occorre rivedere le consuete discussioni sulla sostenibilità del debito. Come minimo, il consolidamento del debito dovrebbe avvenire più lentamente e vi sarebbero anche validi motivi per aumentare gli investimenti pubblici finanziati con debito.

Nella quinta sezione analizziamo le politiche finanziarie, dalla regolamentazione finanziaria alle politiche macro e micro prudenziali. Sebbene molte misure siano già state adottate, l'incertezza rimane sul modo migliore per affrontare i rischi finanziari, sia ex ante che ex post. Ci occupiamo in tal senso di due questioni. La prima è se strumenti semplici, come i coefficienti patrimoniali e gli stress test, possano essere utilizzati per svolgere la maggior parte del compito. Le evidenze al riguardo ci rendono scettici. La seconda questione è quale possa essere la giusta combinazione di regolamentazione finanziaria e politica macroprudenziale: su questo concludiamo che potrebbe essere meglio affidarsi in primo luogo alla regolamentazione. Ad esempio, potrebbe essere meglio avere coefficienti patrimoniali più elevati e costanti piuttosto che più bassi ma variabili.

Nella sesta sezione riportiamo le nostre conclusioni. Dieci anni fa pochi avrebbero previsto gli eventi che poi si sono verificati: dalle fughe di capitali dalle più grandi istituzioni finanziarie mondiali, ai tassi d'interesse a livelli di trappola della liquidità per quasi un decennio, all'inflazione tuttora al di sotto del suo livello obiettivo, agli output gap ancora ampi e negativi in molte economie avanzate. Osserviamo che sussiste la tentazione di tornare alle prassi antecedenti alla crisi, come il ritorno a obiettivi di inflazione e a regole simili a quella di Taylor, senza alcun utilizzo della politica fiscale a fini di stabilizzazione e con una forte opposizione verso la regolamentazione finanziaria e le misure macroprudenziali. A tale tentazione bisognerebbe resistere. In quello che oggi sappiamo essere un mondo in cui instabilità finanziaria, limiti inferiori per i tassi d'interesse ed effetti persistenti delle recessioni sono minacce sempre presenti, forti politiche di stabilizzazione sono fondamentali. Come minimo, la politica monetaria deve ristabilire il suo margine di manovra. La politica di bilancio deve essere reintrodotta come principale strumento di stabilizzazione. E le politiche finanziarie devono continuare ad essere adattate e rafforzate. Possiamo definire tutto ciò una "evoluzione". Se però i tassi neutrali rimanessero estremamente bassi e addirittura negativi, o se la regolamentazione finanziaria risultasse insufficiente, potrebbero diventare necessari cambiamenti più drastici, dal ricorso ai deficit di bilancio a politiche attive per promuovere la spesa privata, a tassi d'inflazione più elevati per ottenere tassi reali più bassi, a vincoli molto

più rigorosi per il settore finanziario. Tutto questo possiamo chiamarlo “rivoluzione”. Il tempo ci dirà quale orientamento tenderà a prevalere.

1. La crisi e i cambiamenti della politica macroeconomica del passato

A seguito della Grande Depressione, i macroeconomisti – almeno nel mondo anglo-americano – convennero su un insieme comune di idee ispirate dalla teoria generale di Keynes. Piuttosto che essere considerati inevitabili, naturali e per lo più non problematici, come se fossero fluttuazioni stagionali, i cicli economici e in particolare le recessioni furono considerati delle manifestazioni altamente problematiche di una carenza di domanda aggregata. Il mantenimento di una domanda adeguata attraverso gli strumenti della politica fiscale e monetaria divenne la preoccupazione principale della politica macroeconomica. Inoltre, alla luce della crisi finanziaria che diede origine alla Grande Depressione, i governi agirono con mano pesante nella gestione del sistema finanziario, regolando i tassi sulle passività bancarie, regolando la composizione delle attività bancarie, e in alcuni casi limitando la concorrenza tra intermediari finanziari.

L’ottima performance dell’economia americana e britannica durante la seconda guerra mondiale fu vista come una dimostrazione del potere della politica fiscale. I successivi buoni risultati delle economie avanzate suscitarono grande fiducia nella politica di stabilizzazione. Uno di noi ricorda quando da ragazzino, negli anni ‘60, gli fu raccontato di come la pubblicazione del Dipartimento del Commercio americano intitolata “Business Cycle Digest” fosse stata rinominata “Business Conditions Digest” per preservare le iniziali BCD ma tenendo conto del fatto che i cicli economici non erano più inevitabili. La fiducia nelle misure di policy si basava sulla convinzione che una profonda comprensione del sistema economico, espressa attraverso grandi modelli econometrici, fosse stata raggiunta. Di sicuro c’era la preoccupazione che un aumento dell’attività economica avrebbe portato a un aumento dell’inflazione, come prescritto dalla curva di Phillips. Ma l’idea era che policy-maker prudenti avrebbero saputo scegliere un punto ottimale sulla curva in grado di bilanciare i costi di una maggiore inflazione con i benefici di una più alta produzione e una minore disoccupazione.

Una combinazione tra sviluppi intellettuali ed eventi reali condusse a una drastica riconcettualizzazione della macroeconomia tra la fine degli anni sessanta e i primi anni ottanta. Phelps (1968) e Friedman (1968) sottolinearono che, sul piano teorico, non vi è motivo di attendersi uno stabile trade-off tra inflazione e disoccupazione come postulato dalla semplice curva di Phillips. Allo stesso tempo, a partire dalla fine degli anni ‘70 e in evidente contrasto con la visione keynesiana, la stagflazione emerse come principale problema in tutte le economie avanzate a seguito di un incremento all’unisono di inflazione e disoccupazione.

Il risultato fu ancora una volta un drastico cambiamento nel pensiero macroeconomico. Dalla metà degli anni ‘80 l’opinione del *mainstream* fu che non vi fosse alcun trade-off di lungo periodo tra inflazione e disoccupazione. Le fluttuazioni della produzione associate a variazioni della domanda nominale erano considerate un’illusione nella versione degli economisti “*freshwater*”, oppure una conseguenza temporanea della viscosità dei salari e dei prezzi nella versione dei “*saltwater*”. La politica di gestione della domanda poteva aspirare a contenere l’inflazione e a ridurre la volatilità delle fluttuazioni economiche, ma non ad aumentare nel tempo il livello medio dell’output. Si riteneva che la riduzione del potere discrezionale nella politica monetaria attraverso una combinazione di isolamento politico delle banche centrali e

una esplicitazione di obiettivi e regole di politica monetaria avrebbe contribuito a migliorare i risultati economici attraverso minore inflazione, nessun calo di produzione nel tempo e attenuazione delle fluttuazioni economiche. Parallelamente, la regolamentazione finanziaria fu allentata e le restrizioni imposte alle banche commerciali furono gradualmente eliminate.²

A seguito di questo mutamento di visione, a tutte le principali banche centrali fu garantita una sostanziale indipendenza e furono stabiliti obiettivi di inflazione come guida fondamentale per la politica monetaria. Divenne senso comune l'idea che fosse sufficiente adoperare un solo strumento di stabilizzazione e l'interesse per la politica di bilancio si ridusse notevolmente. Eventi come il Deficit Reduction Program del 1993 negli Stati Uniti, in cui la riduzione del disavanzo condusse a tassi di interesse più bassi a tutte le scadenze e ad un aumento della crescita, incoraggiarono l'idea che le decisioni di politica fiscale dovessero essere prese in un'ottica di lungo periodo, dedicando poca attenzione ai problemi relativi alla gestione della domanda.

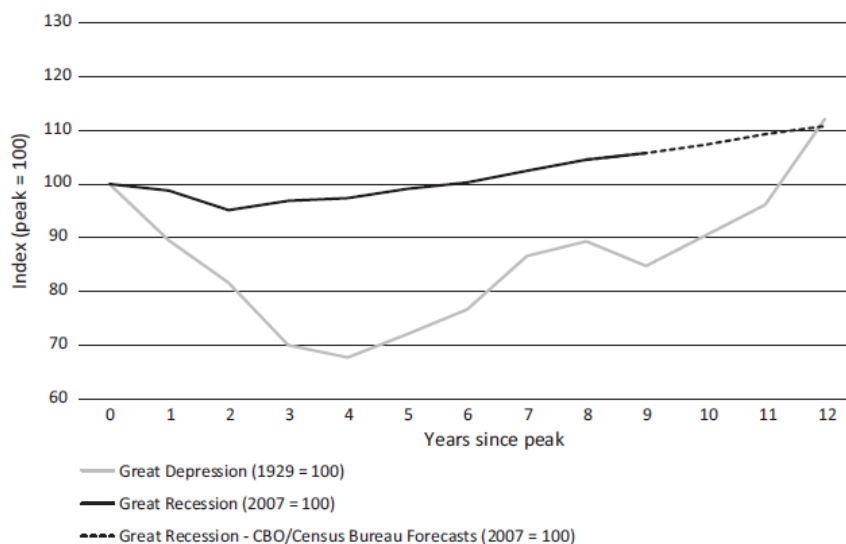
Il periodo che va dalla metà degli anni '80 alla metà degli anni 2000 vide una costante diminuzione della varianza di inflazione, disoccupazione e produzione. Battezzato come "Grande moderazione", esso fu considerato come una prova del successo del nuovo approccio di policy, e in particolare del nuovo approccio alla politica monetaria. A dire il vero, in questo periodo si verificarono vari eventi traumatici sui mercati finanziari, in particolare il crollo dei mercati azionari del 1987, lo scoppio della bolla giapponese all'inizio degli anni '90, le crisi in America Latina e in Asia negli anni '90 e lo scoppio della bolla tecnologica nel 2000. Tuttavia, questi eventi furono considerati come una serie di epifenomeni che potevano essere affrontati con interventi ad hoc e che, ad eccezione dello scoppio della bolla giapponese, non avevano provocato grandi cambiamenti nella performance macroeconomica delle economie avanzate. Persino lo stesso "decennio perduto" del Giappone fu interpretato come l'esito di una successione di errori politici piuttosto che come una sfida al paradigma dominante.

In effetti, la fiducia nel fatto che il ciclo economico era stato domato e che le banche centrali avevano imparato che dovevano rispondere rapidamente alle crisi finanziarie all'unisono, indussero l'allora governatore della Fed, Ben Bernanke (2002), a scusarsi a nome della Fed per la Grande Depressione e a chiarire che un tale evento non avrebbe potuto più ripetersi, grazie alla consapevolezza ormai acquisita in materia. Mentre l'azione aggressiva di Bernanke nel 2008 ha reso profetica la sua precedente dichiarazione, in quanto il riverificarsi della Grande depressione è stato effettivamente evitato, sembra corretto ritenere che i suoi ascoltatori nel 2003 non si aspettassero che qualcosa come la Grande crisi finanziaria potesse materializzarsi. Ad ogni modo, così come la fiducia nel paradigma e nell'approccio di policy allora vigente fu seguita dal disastro degli anni '70, la stessa cosa è accaduta di nuovo con la Grande crisi finanziaria. Come illustra la figura 1, verosimilmente nei dodici anni successivi al 2007 la produzione per persona in età lavorativa negli Stati Uniti non è aumentata più di quanto aumentò nei dodici anni successivi al 1929.³ Il risultato è stato ancora peggiore in altre parti del mondo avanzato.

² Questo paragrafo non rende giustizia dei fattori alla base del cambiamento politico. Molte forze erano all'opera. Il fallimento dell'approccio keynesiano era più apparente che reale, più a causa della mancata previsione degli shock di offerta, un fallimento al quale si sarebbe poi effettivamente posto rimedio ex post. Questo apparente fallimento fu tuttavia utilizzato per promuovere un approccio alternativo alla macroeconomia, più strettamente basato su fondamenti microeconomici, maggiore fiducia nel mercato e minor fiducia nella politica attiva.

³ Ciò riflette in parte la fortissima crescita del 1940 e del 1941, dovuta alla mobilitazione per la guerra.

Figura 1 – *Andamento del PIL reale in rapporto al numero di persone tra i 18 e i 64 anni negli USA: confronto tra la Grande recessione e la Grande depressione*



Fonte: Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*.

Che si tratti di politiche monetarie, fiscali o finanziarie, molte misure sono state adottate nel pieno della crisi. A dieci anni dal suo inizio, però, non è chiaro se questi provvedimenti straordinari saranno visti come risposte ad hoc alla crisi oppure invece porteranno a un ripensamento della macroeconomia e della politica macroeconomica simile a quello che abbiamo visto negli anni trenta o negli anni settanta. In questo secondo caso, in quali direzioni dovrebbe evolvere la politica macroeconomica? È questo il tema che intendiamo esplorare nei prossimi paragrafi.

2. Tre lezioni principali

Intendiamo qui soffermarci su quelle che consideriamo le tre lezioni principali dell'ultimo decennio: vale a dire la centralità della finanza, la natura più complessa e problematica delle fluttuazioni e le implicazioni di un tasso di interesse neutrale molto basso.

La centralità della finanza

Hyman Minsky (1992) aveva messo in guardia per decenni sulle conseguenze degli accumuli di rischio finanziario. Il National Bureau of Economic Research (Hubbard, 1991) e altri avevano tenuto conferenze sul rischio di crisi finanziaria. Le crisi finanziarie erano endemiche nei paesi emergenti. Nei paesi avanzati, la cattiva performance del Giappone dopo lo scoppio della bolla erano sotto gli occhi di tutti. Tuttavia, i paradigmi macroeconomici prevalenti ignoravano ampiamente la possibilità che le dinamiche finanziarie orientassero la performance economica. Né l'euforia finanziaria come fonte di boom né la crisi finanziaria come causa delle depressioni hanno avuto un ruolo di primo piano nella visione

macroeconomica degli accademici e dei policy-maker. Nei modelli macroeconomici, il ruolo del sistema finanziario è stato spesso ridotto alla determinazione di una curva dei rendimenti e dei prezzi azionari, basata principalmente su ipotesi inerenti alle aspettative. La crisi recente ha ovviamente cambiato questo scenario, ispirando una grandissima quantità di ricerche sul comportamento del sistema finanziario.⁴ Ma molte domande rimangono senza risposta, e non esiste ancora un modello canonico di crisi finanziaria. Riportiamo qui di seguito due esempi di cruciali questioni di policy che rimangono irrisolte.

In primo luogo, assodato che le esplosioni del prezzo dei titoli o del credito e la loro interazione con un'eccessiva leva finanziaria sono cruciali per comprendere le crisi finanziarie, qual è l'importanza relativa dei diversi meccanismi? Un meccanismo è che gli intermediari finanziari perdono capitale e reagiscono tagliando i prestiti, soffocando così l'attività economica. Questo aspetto domina i resoconti della crisi del 2008 di Paulson (2010), Geithner (2014) e Bernanke (2015). Un altro è che invece l'eccessivo indebitamento, unito al calo dei valori patrimoniali, porta i consumatori e le imprese a ridurre i consumi e gli investimenti, un meccanismo sottolineato da Koo (2011) e Mian e Sufi (2014). Quale canale domini è una questione centrale per la policy. Se il secondo canale è il più importante, le misure che cancellano i debiti esistenti sono cruciali per la risoluzione di una crisi finanziaria. Questa è la posizione di chi, come Geanakoplos (2010), ritiene che la mancata cancellazione del debito ipotecario su larga scala sia stato un grave errore nell'ambito dei modi in cui gli Stati Uniti hanno affrontato la crisi finanziaria. Se, d'altro canto, la questione chiave è l'indebolimento degli intermediari, allora tali riduzioni del debito possono essere altamente controproducenti, poiché riducono in modo sostanziale il capitale degli intermediari rispetto ai requisiti e li inducono a ridimensionare i prestiti. Infatti, per un istituto che nella erogazione di prestiti è vincolato a un requisito di capitale dell'8 per cento, ogni dollaro di perdite imposte di capitale può ridurre i prestiti fino a 12 dollari. Può darsi che entrambi gli aspetti siano cruciali ma in diverse fasi della crisi: affrontare il primo può essere essenziale per evitare che l'economia vada in caduta libera, mentre la riduzione degli eccessi di indebitamento può essere cruciale in un secondo momento al fine di rendere possibile una rapida ripresa. Su quale aspetto intervenire e quando farlo rimangono temi ancora aperti.⁵

Il secondo esempio di questione cruciale irrisolta è l'annosa questione del ruolo della solvibilità e della liquidità tra i fattori di precipitazione della crisi. Negli Stati Uniti, i bilanci ufficiali suggeriscono che le difficoltà delle principali istituzioni hanno riguardato soprattutto problemi di liquidità piuttosto che di solvibilità: una tesi supportata dagli stress test dell'aprile 2009 secondo cui le principali istituzioni finanziarie necessitavano di pochissimo capitale e dall'osservazione che la stragrande maggioranza dei fondi TARP (*Troubled Assets Relief Program*) sono stati rimborsati abbastanza rapidamente. Al contrario, critici come Bulow e Klemperer (2013) hanno invece notato che già nell'estate del 2008 vi erano motivi sostanziali per dubitare della solvibilità di alcune delle maggiori banche e sottolineano che gli stress test rappresentavano una sorta di garanzia implicita di responsabilità civile per le banche, come se il governo fornisse capitale senza addebitarlo. In quest'ottica, il successo del

⁴ Chiunque metta in discussione la capacità della professione economica di rispondere agli eventi dovrebbe guardare, ad esempio, alla lunga lista dei *working papers* del NBER dedicati al sistema finanziario e pubblicati dal 2008.

⁵ Un altro modo di porre la domanda è chiedersi dove il debito dovrebbe essere riallocato durante e dopo la crisi per consentire una ripresa più forte: sui mutuatari, sui finanziatori o sullo Stato? Un lavoro di Ganong e Noel (2017) suggerisce che l'alleggerimento del servizio del debito potrebbe essere più efficiente in termini di costi rispetto alla cancellazione totale del debito.

programma TARP potrebbe essere stato accidentale, frutto di una scommessa di rilancio che si è rivelata giusta. Mentre il celebrato articolo di Diamond and Dybvig (1983) sulle corse agli sportelli fornisce un quadro di riferimento per pensare alle crisi di liquidità, rimane tuttora aperta la questione di come gestire istituzioni che sono improvvisamente ritenute in difficoltà nel mezzo di una crisi generalizzata.

In breve, la nostra comprensione del sistema finanziario è migliorata, ma rimane limitata. Se a ciò si aggiunge che il sistema finanziario è significativamente più complesso di quanto non fosse in passato, che è molto reattivo alla regolamentazione tramite efficaci strategie di arbitraggio normativo, la sfida che le politiche finanziarie devono affrontare appare considerevole. Ciò ha un'implicazione diretta: probabilmente le crisi finanziarie si verificheranno nuovamente.

La natura delle fluttuazioni

Nel corso dei tre decenni precedenti la crisi, c'è stata un'ampia convergenza teorica su una visione delle fluttuazioni nelle economie avanzate basata su un "meccanismo di shock e propagazione". L'idea è che l'economia viene costantemente colpita da molti shock, alcuni riconducibili a elementi della domanda e altri a elementi dell'offerta, la maggior parte dei quali piccoli e ognuno con un proprio meccanismo di propagazione. Questi meccanismi di propagazione sono ritenuti in larga misura lineari, con l'economia che torna al proprio livello potenziale a seguito di ogni shock.

L'apparato tecnico della macroeconomia moderna era in gran parte basato su questa visione. In un mondo di shock e meccanismi lineari, si potrebbe pensare che le autoregressioni vettoriali (VAR) siano in grado di catturare la forma ridotta di queste dinamiche. I modelli stocastici dinamici di equilibrio generale (DSGE) potrebbero essere costruiti per adattarsi e interpretare la forma ridotta al fine di dare un'interpretazione strutturale più profonda delle dinamiche osservate.

Questa visione non solo è diventata il paradigma di base di gran parte della ricerca macroeconomica, ma ha plasmato il disegno della politica macroeconomica. In un mondo di fluttuazioni regolari, la politica ottimale assume la forma di regole stabili di retroazione. Negli anni precedenti la crisi, l'attenzione si era concentrata quasi esclusivamente sulla politica monetaria e gran parte del dibattito, piuttosto talmudico, riguardava la forma precisa della "regola del tasso d'interesse", ossia la migliore funzione di reazione del tasso d'interesse all'inflazione e all'output gap. La politica di bilancio come strumento di stabilizzazione veniva ignorata, anche se, in modo incoerente, i responsabili politici erano ancora felici di lasciare che gli stabilizzatori automatici esistenti funzionassero, per quanto accidentali e inadeguati. Inoltre le politiche macroprudenziali semplicemente non erano oggetto di discussioni generali.

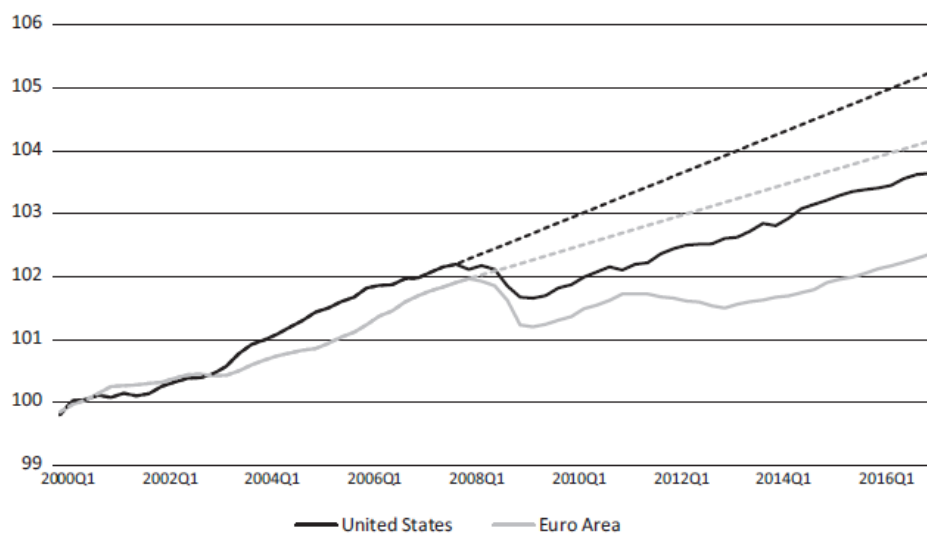
La crisi finanziaria non si conforma a questa concezione delle fluttuazioni, per vari motivi. In primo luogo, le crisi finanziarie sfidano il modo in cui dovremmo pensare agli shock. La nozione di shock casuali ha sempre sollevato questioni quasi metafisiche: presumibilmente dietro uno shock dei consumi o dei salari c'è una spiegazione più profonda, un altro shock sottostante che dovrebbe essere spiegato, e così via. Ma per un macroeconomista è ragionevole prendere alcuni movimenti inspiegabili come dati, chiamarli shock, e non cercare di spiegarli ulteriormente: Romer (2016) ha preso in giro tale approccio, definendo tali shock come "flogisti". Si può infatti pensare a shock delle componenti della domanda aggregata che influenzano l'output nel tempo, con effetti che si accumulano e poi scompaiono nel tempo. Ma

questo sembra decisamente inadatto alla descrizione delle crisi finanziarie. Tali crisi sembrano accumularsi lentamente, sotto forma di bolle dei prezzi delle attività o di boom del credito, fino a quando le percezioni cambiano, i prezzi crollano e il sistema finanziario risulta danneggiato. L'immagine rilevante è quella della tettonica a placche e dei terremoti piuttosto che di regolari shock casuali.

In secondo luogo, le crisi finanziarie sono caratterizzate da non linearità e retroazioni positive, per cui gli shock sono fortemente amplificati piuttosto che smorzati durante la loro propagazione. La quintessenza dell'esempio è la corsa agli sportelli, in cui un piccolo shock, o addirittura nessuno shock, inducono i creditori o i depositanti a ritirare i loro fondi, il che rende le loro paure auto-realizzanti. È qui che la precedente discussione sulla liquidità rispetto alla solvibilità è importante: la liquidità è intrinsecamente associata a molteplici equilibri, o almeno a grandi effetti generati da shock modesti.

In terzo luogo, le crisi finanziarie sono seguite da lunghi periodi di depressione e la Grande crisi finanziaria non ha fatto eccezione. Uno degli aspetti più drammatici della crisi è mostrato nella figura 2, che illustra l'evoluzione del logaritmo del PIL negli Stati Uniti e nell'UE dal 2000. In entrambi i casi la crisi ha portato ad un forte calo della produzione rispetto al trend pre-crisi (stimato nel periodo 2000-2008). In nessuno dei due casi la produzione sembra tornare alla vecchia tendenza. Questa bassa crescita è stata in gran parte una sorpresa. Ad esempio, le previsioni della Fed sul PIL sono state troppo ottimistiche in ognuno degli ultimi sei anni.

Figura 2 – Log del PIL reale e trend estrapolato, economie avanzate (indice 2000 = 100)



Fonte: Blanchard (2018).

Queste evoluzioni hanno determinato un rilancio del dibattito sull'isteresi, ossia sulla possibilità che shock temporanei abbiano effetti persistenti o addirittura permanenti sulla produzione potenziale. Di per sé, l'evidenza della figura 2 non è schiacciante: può darsi che

queste economie siano ancora lontane dal loro potenziale. I limiti stringenti alle politiche di sostegno della domanda aggregata possono aver fatto sì che la produzione sia ancora oggi al di sotto del potenziale. In effetti, questo è probabilmente il caso in gran parte dell'UE. Negli Stati Uniti, tuttavia, il basso tasso di disoccupazione suggerisce che la produzione è ormai prossima al potenziale e che quello a cui stiamo assistendo è effettivamente una produzione potenziale inferiore rispetto alla tendenza antecedente la crisi.

Potrebbe essere la coincidenza di due dinamiche indipendenti: da un lato il forte calo iniziale della produzione dovuto alla crisi e, dall'altro, un sottostante calo della crescita tendenziale della produttività e quindi una minore crescita tendenziale della produzione potenziale, in gran parte estranea alla crisi. Vi sono in effetti alcune evidenze che, almeno negli Stati Uniti, il declino della crescita della produttività misurata è iniziato prima della crisi, e quindi può essere dovuto in parte ad altri fattori (cfr. ad esempio, Fernald *et al.*, 2017). Secondo questa interpretazione, le dinamiche mostrate in figura 2 potrebbero riflettere un ritorno della produzione su un trend potenziale caratterizzato da una crescita più lenta.

In alternativa, si può ipotizzare che le crisi finanziarie siano come shock permanenti dell'offerta, che portano a una diminuzione duratura, se non addirittura permanente, della produzione potenziale rispetto al trend. Esse possono portare a un sistema di intermediazione finanziaria meno efficiente, che influenza il lato non solo della domanda ma anche dell'offerta. Negli Stati Uniti, tuttavia, i livelli del debito privato sono diminuiti e il sistema finanziario non sembra più compromesso. Oppure può darsi che una regolamentazione più severa porti il sistema finanziario a finanziare progetti a basso rischio (ma anche, conseguentemente, a basso rendimento) e quindi porti a una dinamica della produzione potenziale più bassa sebbene più stabile. Oppure ancora, infine, è possibile che le recessioni, soprattutto quelle più profonde, influenzino la produzione potenziale, ossia può verificarsi isteresi (Phelps, 1972; Blanchard e Summers, 1986) in termini di maggiore disoccupazione, minore partecipazione alla forza lavoro, o minore produttività (Blanchard, 2018). Ci sono evidenze che, negli Stati Uniti, l'elevata disoccupazione associata alla crisi finanziaria ha contribuito al declino della partecipazione alla forza lavoro.

Le implicazioni di policy dipendono da quale dei meccanismi sopra descritti viene considerato più rilevante. Il primo segnala la necessità di utilizzare in modo più aggressivo le politiche di domanda. Il secondo e il terzo indicano le difficoltà di valutazione della produzione potenziale. Il quarto, al quale abbiamo dato un certo peso, ha implicazioni più drammatiche, in quanto suggerisce che gli effetti degli shock avversi, e quindi il ruolo delle politiche attuate, può essere molto più ampio rispetto a quello svolto in un mondo in cui il prodotto potenziale non è influenzato dalle fluttuazioni cicliche.

Alcune delle questioni appena discusse sono specifiche delle crisi finanziarie ma altre invece si applicano a tutte le fluttuazioni. La crisi ha messo a fuoco una serie di non linearità del primo ordine, rilevanti in generale, tanto più nell'attuale contesto di bassa crescita, bassa inflazione e bassi tassi d'interesse. La più ovvia è il limite inferiore per i tassi di interesse nominali, che, quando viene raggiunto, porta l'economia ad avere risposte drammaticamente diverse agli shock e alle politiche. Un'altra non linearità, che è stata imposta in alcuni paesi dell'Europa meridionale, è il limite inferiore per le variazioni dei salari nominali, che non possono andare sotto zero. Come nel caso dei tassi di interesse nominali, anche questo limite non è assoluto e in effetti alcuni salari nominali sono diminuiti, tuttavia esso ha fortemente limitato il consueto processo di adeguamento dei salari e dei prezzi all'elevata disoccupazione. Un'altra non linearità è generata dall'interazione tra debito pubblico e sistema bancario, un

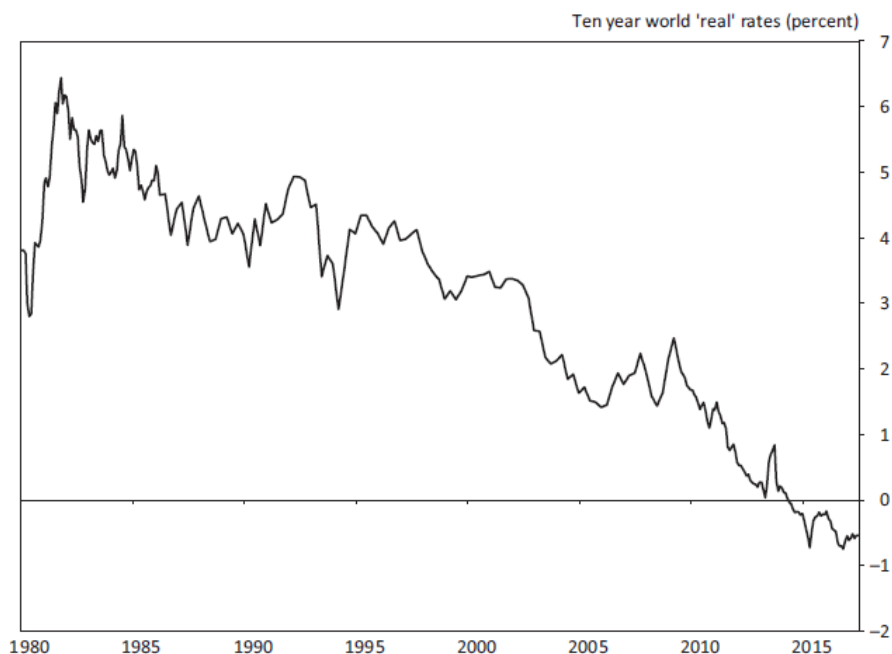
meccanismo noto come “*doom loops*”, il quale ha giocato un ruolo centrale all’inizio della crisi dell’euro: l’aumento del debito pubblico suscita preoccupazioni di una sua possibile ristrutturazione, il che implica una diminuzione del valore delle obbligazioni statali detenute dagli istituti finanziari, che a sua volta porta a una diminuzione del loro capitale, con conseguenti timori per il loro stato di salute di tali istituti e una conseguente aspettativa di salvataggio da parte dello Stato, col risultato di mettere a sua volta quest’ultimo in una situazione di difficoltà.

Contro la visione standard antecedente alla crisi, queste non linearità sono potenzialmente in grado di amplificare gli shock iniziali e di condurre l’economia su sentieri implosivi, determinando così nuove sfide per la politica economica.

Bassi tassi d’interesse

I bassi tassi di interesse sono una delle principali caratteristiche dell’attuale contesto macroeconomico. La figura 3 mostra l’evoluzione del tasso reale decennale sulle obbligazioni indicizzate nei paesi del G-7, sulla base dell’aggiornamento di Rachel e Smith (2015). Essa mostra come il tasso reale abbia iniziato a diminuire molto prima della crisi, ma la crisi lo ha ulteriormente abbassato. Nel momento in cui scriviamo, si trova ancora in territorio negativo.⁶ In riferimento a Hansen (1939), uno degli autori di questo scritto ha definito tale evoluzione “*stagnazione secolare*”.

Figura 3 – *Tasso di interesse reale sui titoli indicizzati decennali (paesi del G-7 tranne l’Italia)*



Fonte: Rachel e Smith (2015).

⁶ Dopo la crisi, i tassi a lungo termine riflettono in parte gli effetti del QE, e quindi il premio a termine. Il tasso reale a breve mostra, tuttavia, la stessa evoluzione generale.

I fattori che sono alla base di questa costante diminuzione non sono ben identificati. I tipi di spiegazioni sono due. La prima è che il tasso di rendimento del capitale è diminuito, portando ad una diminuzione di tutti i tassi, su titoli rischiosi o sicuri. La seconda è che il premio per il rischio è aumentato, portando a un tasso privo di rischio più basso per ogni determinato tasso di rendimento del capitale.

Seguendo la prima spiegazione, si cercano fattori che hanno aumentato il risparmio o diminuito gli investimenti. Dato l'elevato grado di integrazione finanziaria e la diminuzione dei tassi d'interesse nei vari paesi, si devono cercare fattori di rilevanza potenzialmente globale. La ricerca ha identificato un gran numero di possibili colpevoli, dall'"eccesso di risparmio globale" sottolineato da Bernanke (2005), all'interazione tra imposte e inflazione, alla diminuzione del prezzo relativo dei beni capitali, all'impatto della minore crescita sugli investimenti, all'aumento della disuguaglianza e delle quote di profitto come cause dell'aumento del risparmio, alla demografia (vedi Rachel e Smith, 2015). Stando alla seconda spiegazione, si cercano fattori che hanno accresciuto la domanda o ridotto l'offerta di titoli sicuri. La ricerca in materia ha individuato una serie di potenziali colpevoli, dall'accumulo di riserve sotto forma di attività sicure da parte delle banche centrali dei mercati emergenti, alla regolamentazione finanziaria e ai maggiori requisiti di liquidità per le banche, alla diminuzione dell'insieme di attività percepite come sicure prima della crisi, alla percezione di un rischio maggiore a causa della crisi finanziaria stessa (vedi, ad esempio, Caballero *et al.*, 2017).

L'abbondanza di fattori potenziali, senza un chiaro senso della loro importanza relativa, rende difficile prevedere cosa accadrà ai tassi privi di rischio. Ad esempio, il forte calo del surplus delle partite correnti della Cina e, ancor più, dei paesi produttori di petrolio, potrebbe portare a tassi più elevati. Oppure, man mano che il ricordo della crisi svanisce, il premio azionario può diminuire, come ha fatto dopo la Grande Depressione, portando ad un aumento dei tassi di equilibrio privi di rischio. I prezzi di mercato indicano, tuttavia, che gli investitori si aspettano che tassi reali bassi prevarranno per molto tempo a venire. Nel momento in cui questo articolo viene scritto, i rendimenti delle obbligazioni decennali indicizzate sono dello 0,4 per cento negli Stati Uniti, -1,1 per cento in Germania e -0,4 per cento in Giappone.

I bassi tassi di interesse, in particolare i tassi di interesse inferiori ai tassi di crescita, hanno implicazioni essenziali non solo per la politica monetaria, ma anche per le politiche fiscali e finanziarie. Finora l'attenzione si è concentrata principalmente sulle implicazioni per la politica monetaria del raggiungimento del limite inferiore dei tassi. Sebbene le banche centrali hanno esplorato e utilizzato altri strumenti, non c'è dubbio che il limite inferiore vincolante sui tassi di interesse nominali a breve termine – zero o leggermente negativo – abbia limitato l'impatto della politica monetaria nel sostenere la domanda durante la ripresa.

In effetti, ciò ha risollevato la vecchia ma fondamentale questione intorno alla capacità o meno delle economie di mercato di ritornare naturalmente al potenziale (come abbiamo visto in precedenza, un potenziale che potrebbe a sua volta muoversi, ma questa è un'altra questione). Una delle prime discussioni formali in tema venne elaborata da Patinkin (1948): in risposta a un basso livello dell'output, il livello dei prezzi dovrebbe diminuire, portando a un aumento del valore reale della moneta e quindi a un aumento della domanda. L'argomentazione standard, come si evince dal modello da manuale di domanda aggregata e offerta aggregata, è la seguente: una produzione più bassa porterebbe ad un livello dei prezzi più basso, che porterebbe ad un maggiore stock di moneta reale, che a sua volta porterebbe ad un tasso di interesse più basso, il che, infine, farebbe aumentare la domanda e la produzione aggregata. Questo non è mai stato considerato un meccanismo di stabilizzazione molto

convincente, specialmente in un mondo in cui le banche centrali ignorano sempre più spesso l'offerta di moneta e si concentrano invece sul tasso di interesse. Quando le banche centrali adottarono obiettivi d'inflazione e regole sui tassi d'interesse, la stabilizzazione risultò non più automatica ma dipendente dall'applicazione di regole con retroazioni sufficientemente aggressive, dalla produzione e dall'inflazione al tasso di policy. Quando il limite inferiore sui tassi è vincolante e impedisce a questa regola di funzionare, viene messo in dubbio l'effettivo ritorno dell'economia al potenziale dopo uno shock negativo. Anche se quel limite non è vincolante, la sola probabilità che possa diventarlo solleva lo stesso problema di fondo. L'osservazione che l'inflazione a dieci anni dedotta dai rendimenti delle obbligazioni indicizzate è pari all'1,8 per cento negli Stati Uniti, all'1,2 per cento in Germania e allo 0,5 per cento in Giappone – tutti al di sotto degli obiettivi di inflazione – suggerisce che gli investitori non sono convinti della capacità futura delle banche centrali di ricondurre e mantenere le economie al livello potenziale.

I limiti della politica monetaria implicano, a parità di altre condizioni, un ruolo maggiore per le altre politiche, in particolare la politica fiscale. I bassi tassi d'interesse sollevano molte questioni intorno alla concezione della politica fiscale in un tale contesto. Se il tasso di interesse è inferiore al tasso di crescita, potrebbe essere un segnale che l'economia è dinamicamente inefficiente, nel qual caso un debito pubblico più elevato non solo è di fatto sostenibile, ma anche auspicabile? Se l'economia è dinamicamente efficiente ma il tasso privo di rischio è inferiore al tasso di crescita, lo Stato può ancora emettere debito senza mai ripagarlo e, se può, dovrebbe farlo?

Infine, i bassi tassi d'interesse hanno implicazioni anche per la regolamentazione finanziaria e per la politica macroprudenziale, sebbene queste siano meno evidenti. La questione principale è il rapporto tra tassi d'interesse bassi e assunzione di rischi. È stato sostenuto che una miscela tra la tendenza umana a cercare alti rendimenti e l'esistenza di problemi di agenzia, porta a una maggiore assunzione di rischi quando i tassi di interesse sono bassi. Inoltre, gonfiando il valore degli attivi e riducendo i costi del servizio del debito, i tassi d'interesse bassi possono anche generare un'elevata leva finanziaria. Alcuni canali suggeriscono l'importanza dei bassi tassi reali, altri l'importanza dei bassi tassi nominali, come il vincolo "*break the buck*" percepito come vincolante dai fondi del mercato monetario. In tutti i casi, la regolamentazione finanziaria e la politica macroprudenziale hanno un ruolo importante da svolgere.

Dopo aver descritto il quadro generale, possiamo ora passare alle implicazioni per le politiche monetarie, fiscali e finanziarie.

3. Politica monetaria

La crisi ha costretto le banche centrali a cambiare drasticamente le modalità di conduzione della politica monetaria. La maggior parte dei cambiamenti e dei nuovi strumenti sono stati introdotti nel pieno della crisi. La domanda è, guardando al futuro, quanti di questi strumenti dovrebbero rimanere e come dovrebbe essere ricostruita la politica monetaria? Ci concentriamo su tre questioni: come affrontare il limite inferiore dei tassi di interesse, se e come la politica monetaria dovrebbe affrontare i problemi di stabilità finanziaria e se le banche centrali dovrebbero tornare a bilanci più piccoli.⁷

⁷ Cfr. Ben Bernanke sulla politica monetaria (2019).

Negli ultimi cinquant'anni gli Stati Uniti hanno vissuto sei episodi di recessione. La risposta dei policy-maker è consistita in riduzioni medie dei tassi d'interesse di riferimento di cinque punti percentuali, tra gli estremi di 2,1 e 10,5 punti percentuali. Dal momento che la Fed ritiene che il tasso normale di lungo periodo sui fondi federali è solo del 2,75 per cento e che i mercati non si aspettano che i tassi salgano oltre questo livello per un decennio o più, è chiaro che ci sarà meno spazio che in passato per la riduzione dei tassi di interesse in risposta alle future recessioni. Ciò aumenta il rischio che in futuro le recessioni saranno più gravi e – se tale rischio dovesse essere incorporato nelle aspettative – che gli investimenti si ridurranno anche in anticipo rispetto alle recessioni.

Cosa si può fare per mitigare questo rischio? Come abbiamo appreso, e come ha recentemente sottolineato Yellen (2016), anche quando i tassi di interesse sono al loro limite inferiore, le banche centrali hanno a disposizione altri strumenti. Questi includono le varie forme di *quantitative easing* (QE), di *forward guidance*, nonché strategie più ambiziose per impegnarsi su obiettivi d'inflazione più elevati quando sia stata ripristinata la piena occupazione. Noi siamo scettici intorno alla possibilità che tali strumenti possano risultare sufficienti. Se una recessione dovesse iniziare negli Stati Uniti, in Europa o in Giappone, ci attenderemmo una caduta dei tassi a lungo termine a livelli molto bassi, senza nessuna possibilità di aiuto da parte del *forward guidance* o del QE. Questo lascerebbe poco spazio alle politiche di QE per diminuire ulteriormente i tassi.

Una soluzione naturale, come sostenuto da Rogoff (2017), sarebbe quella di eliminare il contante in modo da eliminare anche il limite inferiore effettivo del tasso d'interesse. Se le persone avessero accesso solo ai depositi elettronici a vista, tali depositi potrebbero pagare tassi nominali negativi senza il rischio che le persone si spostino sui contanti. Da un punto di vista concettuale questa è la soluzione più attraente. Come altre soluzioni discusse di seguito, essa tuttavia presenta possibili lacune: nella misura in cui le banche sono riluttanti a trasferirli sui depositanti, i tassi negativi possono ridurre i profitti bancari e i prestiti. Per tassi negativi sufficientemente elevati, l'effetto della riduzione dei prestiti può risultare prevalente e portare quindi a una riduzione piuttosto che a un aumento della domanda (Brunnermeier e Koby, 2017).⁸ Inoltre, sebbene molte economie stiano ricorrendo sempre più alla moneta elettronica al posto del contante, ci vorrà del tempo prima che questo non sia più un'alternativa empiricamente rilevante. Nella misura in cui rimane un limite inferiore effettivo e i tassi nominali non possono essere troppo negativi, è necessario trovare altre soluzioni.

Una soluzione alternativa consiste nel generare aspettative di inflazione più elevate quando necessario, vale a dire quando i tassi di policy hanno raggiunto il limite inferiore effettivo. Gli obiettivi di fissazione del livello dei prezzi, se credibili, possono ottenere questo risultato. Se l'economia è in recessione e l'inflazione è bassa, l'impegno a ritornare sul sentiero dei prezzi obiettivo implica l'impegno della banca centrale a generare un'inflazione più elevata in seguito. L'obiettivo del livello dei prezzi, tuttavia, presenta una grave lacuna. È simmetrico: se l'economia opera al potenziale ma l'inflazione è stata troppo elevata nel recente passato, la banca centrale deve essere disposta a ritornare al livello dei prezzi obiettivo, e quindi deve essere disposta a inasprire la politica monetaria e a rischiare una recessione senza una ragione valida al di là del mantenimento dell'impegno assunto. Ciò può risultare politicamente difficile e, di conseguenza, non del tutto credibile. Sono allora state suggerite altre soluzioni, come ad esempio la proposta di Bernanke (2019) secondo cui, quando è vincolata dal limite inferiore

⁸ Brunnermeier e Koby (2017) definiscono "tasso d'inversione" quello al quale l'effetto sulla domanda cambia segno.

effettivo dei tassi, la banca centrale può impegnarsi ad annullare il calo dell'inflazione adottando obiettivi d'inflazione futura più alta. Un'altra opzione, suggerita in Summers (2018), sarebbe il passaggio a un obiettivo di PIL nominale calibrato per garantire in tempi normali tassi di interesse nominali in un range intorno al 4 per cento.

Tutte queste proposte si basano sulla credibilità degli impegni a conseguire un'inflazione più elevata in futuro e sulla capacità della banca centrale di spostare le aspettative di inflazione se e quando necessario. Le difficoltà del Giappone negli ultimi quattro anni nel riuscire a modificare le aspettative di inflazione verso l'obiettivo, nonostante il forte impegno sia dell'autorità fiscale che della banca centrale, rafforza i nostri dubbi sulla capacità di questi criteri di mutare le aspettative. Se tali impegni sono di fatto non credibili, allora diventa opportuno considerare aumenti permanenti dell'obiettivo d'inflazione, ad esempio, dal 2 al 4 per cento (Blanchard *et al.*, 2010). Ad ogni modo, quale che sia l'approccio scelto, riteniamo che l'esigenza di creare le capacità per rispondere efficacemente alle recessioni sia una questione critica per la politica monetaria del nostro tempo.

Passando al ruolo della politica monetaria rispetto alla stabilità finanziaria, è chiaro che la regolamentazione finanziaria e le politiche macroprudenziali dovrebbero costituire le prime linee di difesa. Non ci si può tuttavia aspettare che esse abbiano sempre pieno successo. La questione è quindi se la politica monetaria – vale a dire, l'uso del tasso di policy – debba esser considerata la seconda linea di difesa. Questa discussione è nota come *"leaning against cleaning"* (cioè, aumentare il tasso di interesse quando si verifica un boom del credito o una bolla dei titoli in alternativa all'adozione di misure opposte quando in seguito il credito e i titoli calano). Noi siamo scettici sulla possibilità che la politica monetaria, agendo preventivamente sul tasso di policy, sia in grado di svolgere un ruolo utile, per tre motivi.

In primo luogo – e ciò vale per la politica monetaria come per i cambiamenti delle politiche di regolamentazione – è nella natura delle bolle patrimoniali o dei boom del credito malsano esser difficilmente riconoscibili in tempo reale. La celebre dichiarazione di Alan Greenspan, sulla "esuberanza irrazionale" del mercato, risale al dicembre 1996, quando il Dow era a 6300. Alla luce degli eventi successivi, è abbastanza chiaro che in quel momento il mercato azionario non era sopravvalutato. Più in generale, Goetzmann (2015) ha mostrato che anche quando i mercati raddoppiano il loro valore in brevi archi di tempo, è più probabile che raddoppino nuovamente il valore piuttosto che crollare e dimezzarlo, un'osservazione che evidenzia la difficoltà di individuare le bolle se non si riescono a riconoscere i rialzi dei prezzi che di fatto riflettono i fondamentali. Allo stesso modo, i boom del credito malsano spesso si rivelano nocivi solo a posteriori.

In secondo luogo, i ritardi negli effetti della politica monetaria rendono ancora più difficile utilizzarla a fini di stabilizzazione. La politica monetaria agisce con un ritardo significativo. Un inasprimento della politica monetaria poco prima dello scoppio di una bolla potrebbe esacerbare la successiva contrazione. La capacità di utilizzare la politica monetaria per promuovere la stabilità finanziaria dipende quindi dalla capacità non solo di individuare le bolle, ma anche di essere sufficientemente sicuri di agire in risposta ad esse ben prima che esplodano di propria iniziativa.

In terzo luogo, il tasso di interesse è uno strumento scarsamente efficace ai fini della riduzione del rischio. Tassi di interesse più elevati possono rallentare la crescita del credito e ridurre l'assunzione di rischi. Allo stesso tempo, però, tassi più elevati peggiorano la posizione dei debitori esistenti, sia direttamente che a causa dei loro effetti avversi sulle attività, il che

accresce il rischio di fallimento dei debitori. Inoltre indeboliscono la posizione degli intermediari finanziari che hanno ottenuto credito a breve e prestato a lungo termine.

Per tutti questi motivi, sulla stessa linea di Svensson (2017) e contro le argomentazioni di Borio e Lowe (2002) e Kashyap, Gourio e Sim (2016), noi riteniamo che i tassi di interesse non dovrebbero essere utilizzati per contrastare le bolle dei titoli o i boom del credito. Pur con tutti i loro limiti, spetta alla regolamentazione finanziaria e alle politiche macroprudenziali la responsabilità *ex ante* della stabilità finanziaria.

Tuttavia, se una crisi dovesse materializzarsi, non vi sono dubbi sul fatto che le banche centrali dovrebbero fornire generosamente liquidità a fronte di buone garanzie collaterali, limitando così il costo del *“cleaning”*. Per ragioni che svilupperemo in seguito, quando discuteremo le politiche finanziarie, siamo scettici intorno al tema del rischio morale in questo contesto. L'accantonamento di liquidità non è la stessa cosa di un salvataggio, è improbabile che abbia forti effetti incentivanti e può fare la differenza tra recessione e depressione.

Consideriamo infine i bilanci: tra il 2007 e il 2016 le passività della Banca del Giappone sono passate dal 21 per cento all'89 per cento del PIL, quelle della Fed dal 6 per cento al 24 per cento e quelle della Banca Centrale Europea dal 16 per cento al 34 per cento. L'aumento delle passività ha assunto per lo più la forma di denaro fruttifero, ossia riserve detenute dalle banche presso la banca centrale. Le attività sono un misto di titoli di Stato e titoli privati, con una composizione che varia da una banca centrale all'altra. Guardando al futuro, nel momento in cui le banche centrali aumentano i tassi di interesse dovrebbero tenere bilanci così ampi o dovrebbero tornare più vicine ai livelli dei bilanci pre-crisi?

Occorre in primo luogo riconoscere che, nell'ambiente istituzionale oggi prevalente in tutte le principali economie, dove le banche centrali pagano gli interessi sulle riserve bancarie, la *“moneta”* è ora l'equivalente del debito pubblico a tasso variabile. Il meccanismo di trasmissione monetaria su cui insistevano Friedman e Tobin che si basava sull'esistenza di moneta a tasso di interesse zero, i cui cambiamenti quantitativi influenzavano tutti gli altri tassi di interesse e i prezzi, non è più una caratteristica delle economie moderne. Piuttosto, quella che noi oggi chiamiamo politica monetaria è oggi in realtà una politica dei tassi di interesse, dato che le banche centrali fissano direttamente i tassi di policy e i cambiamenti nella *“moneta”* rappresentano cambiamenti nella scadenza e forse nella struttura del debito che il mercato deve assorbire. In questo mondo, la dimensione dei bilanci delle banche centrali non è di per sé una misura della pressione inflazionistica, neanche a lungo termine.⁹

Come sottolineano Greenwood *et al.* (2014), qualsiasi giudizio sui bilanci delle banche centrali deve riflettere due considerazioni completamente diverse tra loro. La prima considerazione riguarda la valutazione della struttura ottimale delle scadenze del debito che l'aggregato consolidato delle autorità di policy – cioè Tesoro e banca centrale – mette a disposizione del pubblico. Una volta espresso questo giudizio, la seconda serie di considerazioni riguarda la divisione ottimale del lavoro tra il Tesoro e la banca centrale.

Forse la migliore argomentazione a favore dei grandi bilanci si concentra sul lato dei passivi ed è stata avanzata da Greenwood *et al.* (2016). Essi sottolineano che alcuni investitori hanno una preferenza per attività a brevissimo termine, molto liquide, e che il governo è in una posizione unica per offrire tali attività. Inoltre, la maggiore disponibilità pubblica di attività molto liquide riduce il rischio che il settore privato produca le proprie attività attraverso la cartolarizzazione, il *“tranching”* e altri mezzi, azioni che si sono rivelate pericolose e costose

⁹ Per essere più espliciti, quando la moneta rende interessi, gli aggregati monetari diventano irrilevanti per la determinazione del livello dei prezzi, così come le misure di velocità di circolazione.

durante la crisi. Queste attività liquide possono anche essere fornite dal Tesoro, ad esempio sotto forma di debito a lungo termine a tasso variabile o, come avviene ora, dalla banca centrale sotto forma di riserve a pagamento di interessi. Si può sostenere che la banca centrale è in una posizione migliore per valutare le fluttuazioni della domanda di queste attività molto liquide, consentendo al Tesoro di concentrarsi su una gestione del debito più tradizionale. Se la banca centrale agisce in tal senso, tuttavia, dovrebbe consentire l'accesso non solo alle banche ma anche a quelle istituzioni che hanno più bisogno di tali attività liquide.

Una diversa linea di argomentazione suggerisce che i premi per il rischio associati alle obbligazioni a più lunga scadenza e agli strumenti del settore privato, comprese le azioni, sono eccessivi per ragioni legate ai vincoli del mercato dei capitali o a fattori comportamentali che influenzano gli investitori. In questo caso il settore pubblico può ridurre i costi di finanziamento prendendo a prestito attività a breve termine e detenendo attività a più lungo termine. Nel linguaggio dei trader, il settore pubblico può vantaggiosamente impegnarsi in operazioni di "carry trade" e persino riscuotere il premio per il rischio. O al minimo, può evitare di trovarsi dall'altra parte del *carry trade*. Anche se non sussistono tali distorsioni, i premi a termine decrescenti allentano il vincolo del limite inferiore: a parità di altre condizioni, se e quando il tasso nominale a breve termine raggiunge lo zero, i tassi di scadenza più lunghi saranno più bassi, favorendo così la domanda aggregata.

Ad ogni modo, per accorciare la struttura delle scadenze del debito pubblico che i sottoscrittori devono assorbire, noi vediamo poche argomentazioni a favore dell'approccio corrente negli Stati Uniti e nella maggior parte degli altri paesi, dove sia il Tesoro che la banca centrale agiscono in modo ampiamente indipendente per influenzare la struttura delle scadenze del debito e, come negli Stati Uniti durante il periodo QE, possono intervenire anche perseguendo scopi incrociati. Riteniamo che, per la maggior parte, le decisioni di gestione del debito dovrebbero essere prese dal Tesoro o attraverso azioni coordinate tra la banca centrale e il Tesoro. Questo lascia poco spazio ai bilanci delle grandi banche centrali nei momenti in cui il limite inferiore del tasso d'interesse non è vincolante. Nel complesso, riteniamo che vi siano deboli ragioni per il mantenimento di elevati bilanci in tempi normali.¹⁰

In breve, noi siamo scettici sulla possibilità che la politica monetaria vera e propria sia utilizzata per ridurre il rischio di una crisi finanziaria. Riteniamo inoltre che la banca centrale non abbia bisogno di mantenere ampi bilanci in tempi normali. La banca centrale può aumentare rapidamente il proprio bilancio se e quando necessario. Noi riteniamo che la priorità della politica monetaria consista nel riacquistare un margine di manovra sufficiente a combattere la prossima recessione, quale che sia la sua origine.

4. Politica fiscale

Durante la crisi, per ragioni di necessità, la politica fiscale è stata riscoperta come strumento di stabilizzazione. Ma a fronte dei disavanzi, dei forti aumenti del debito e delle preoccupazioni per la sua sostenibilità, la politica di espansione fiscale ha di nuovo rapidamente ceduto il passo all'austerità fiscale e alla stabilizzazione del debito. Oggi, la

¹⁰ Ciò solleva un'altra serie di questioni relative alla transizione ottimale dai bilanci attuali a quelli più piccoli e all'uso congiunto dell'aggiustamento dei tassi di interesse e dei bilanci lungo il tragitto. In generale, a causa della maggiore incertezza associata agli effetti delle variazioni di bilancio rispetto alle variazioni dei tassi di riferimento, finché la produzione non è al potenziale e l'inflazione è inferiore all'obiettivo, il tasso di interesse dovrebbe rimanere il principale strumento di aggiustamento. La questione non viene ulteriormente discussa in questa sede.

politica fiscale opera in un contesto piuttosto insolito. Da un lato, soprattutto a causa della crisi finanziaria, i livelli del debito rispetto al PIL sono elevati rispetto agli standard storici. Dall'altro, i tassi di interesse sul debito pubblico sono bassi, e in molti paesi si prevede che rimarranno inferiori ai tassi di crescita per un certo tempo a venire. Di conseguenza, i livelli del servizio del debito pubblico in rapporto al PIL sono bassi rispetto agli standard storici. Questa situazione solleva due questioni principali.¹¹

La prima questione riguarda il modo in cui la politica fiscale può essere utilizzata come strumento di stabilizzazione. Considerato il modo in cui i governi hanno reagito nel breve periodo al calo della domanda nel 2008-2009, ci saremmo aspettati di assistere in campo sia accademico che politico a dei progressi sui compiti della politica discrezionale, ad esempio intorno all'opportunità di dotarsi di progetti di investimento pubblico "pronti per l'uso" o di elaborare nuovi stabilizzatori automatici. Sorprendentemente, per quel che ne sappiamo, c'è stato poco lavoro accademico (per un'eccezione, si veda McKay e Reis, 2016) e nessun progresso politico in materia. Il lavoro sull'uso della politica fiscale come strumento di stabilizzazione dovrebbe andare ben oltre i consueti stabilizzatori automatici. Un'altra lezione fornitaci dalla crisi e dal rinnovato interesse per la politica fiscale è la complessità dei "moltiplicatori", vale a dire gli effetti della politica fiscale sulla domanda e sulla produzione e la loro dipendenza dal tipo specifico di aggiustamento fiscale e dal contesto economico. Nonostante le numerose ricerche effettuate dopo la crisi, abbiamo ancora una scarsa comprensione, ad esempio, degli effetti dei tagli alla spesa rispetto agli aumenti delle tasse e delle implicazioni sul lato dell'offerta di politiche fiscali alternative.

La seconda questione riguarda il modo in cui la politica fiscale dovrebbe essere condotta in un contesto di debito iniziale elevato ma con tassi sui titoli di Stato bassi e inferiori ai tassi di crescita. Se il tasso d'interesse privo di rischio dovesse rimanere per sempre inferiore al tasso di crescita, ciò avrebbe implicazioni rilevanti. Il governo potrebbe emettere il debito, distribuire i proventi sotto forma di riduzione delle imposte o aumento della spesa e non aumentare mai le imposte o rimborsare il debito: il rapporto debito/PIL non esploderebbe, ma convergerebbe invece verso un valore finito, indipendentemente dall'entità del disavanzo. In futuro non ci sarebbe alcun onere fiscale associato al debito.

A causa della nostra limitata comprensione del ruolo relativo dei fattori che stanno dietro il basso tasso d'interesse privo di rischio, tuttavia, non si può essere sicuri che la disuguaglianza rispetto al tasso di crescita non si invertirà in futuro. In caso affermativo, se e quando ciò avverrà, il governo dovrebbe aumentare le tasse o diminuire la spesa per stabilizzare il debito. Dal punto di vista del governo, potrebbe ancora esserci spazio per una interessante scommessa sul debito (per usare l'espressione coniata da Ball, Elmendorf e Mankiw, 1998): minore è la probabilità che la disuguaglianza sia invertita, minore è l'onere fiscale previsto associato a qualsiasi emissione iniziale di debito. Inoltre, la preoccupazione che il tasso d'interesse privo di rischio possa alla fine superare il tasso di crescita è sostanzialmente attenuata se i governi possono effettivamente bloccare questo basso tasso per lungo tempo attraverso l'emissione di debito indicizzato a lungo termine. Il tasso di interesse reale sul debito indicizzato a trent'anni è oggi dello 0,9 per cento negli Stati Uniti ed è negativo in Germania, Giappone e Regno Unito, tassi che sembrano molto bassi rispetto anche alle visioni più pessimistiche sulla crescita a lungo termine.

¹¹ Per una discussione più ampia sulla politica fiscale, rinviamo ad Auerbach (2019).

Dal momento che i governi possono effettivamente emettere debito a costi minimi o nulli in termini di imposte future, ciò implica che dovrebbero farlo? Anche se il probabile onere fiscale di un debito più elevato è esiguo, è comunque vero che, almeno se l'economia funziona al potenziale, un debito più elevato porterà a una minore accumulazione di capitale e quindi a una minore produzione.¹² Ciò tuttavia porterà a un calo dei consumi e quindi a un minore benessere? Siamo stati abituati a pensare alla questione in termini di efficienza o inefficienza dinamica, e quindi a confrontare il tasso di rendimento del capitale con il tasso di crescita. Ciò che risulta evidente è che il tasso di rendimento medio del capitale è, almeno negli Stati Uniti, sostanzialmente superiore al tasso medio di crescita, il che suggerisce un effetto negativo del debito pubblico non solo sulla produzione, ma anche sui consumi e quindi sul benessere.¹³

Guardare al tasso di rendimento del capitale, tuttavia, potrebbe non essere il modo giusto di affrontare la questione. Ciò che interessa ai consumatori non è il tasso medio di rendimento del capitale, ma il tasso di rendimento corretto per il rischio. In assenza di distorsioni sui mercati finanziari, questo tasso corretto per il rischio è, nella misura in cui i titoli di Stato sono considerati sicuri, proprio il tasso su tali titoli di Stato. Se questo tasso è inferiore al tasso di crescita, è possibile che gli effetti negativi del debito sul welfare siano limitati o addirittura inesistenti.¹⁴

Come si traducono queste considerazioni teoriche in consigli pratici per la policy? Consideriamo in primo luogo il tema della stabilizzazione. Dato che i bassi tassi privi di rischio implicano limiti più stringenti per la politica monetaria, risulta chiaro che vi è una maggiore necessità di utilizzare la politica fiscale per fini di stabilizzazione. Allo stesso tempo, gli stessi bassi tassi d'interesse implicano maggiore spazio proprio per utilizzare la politica fiscale a tali scopi. Entrambi questi elementi muovono nella medesima direzione, rendendo preferibile l'utilizzo della politica fiscale rispetto alla politica monetaria per perseguire obiettivi di stabilizzazione.

Riguardo poi alla politica di gestione del debito si può suggerire, come minimo, un atteggiamento più rilassato nei confronti del debito e della sua riduzione. Un debito elevato può avere costi limitati sia in termini di futuri oneri fiscali supplementari, sia in termini di futuri minori consumi. Proprio come tassi nominali bassi e sicuri suggeriscono la necessità di riesaminare l'obiettivo di inflazione, tassi reali bassi e più sicuri implicano la necessità di riesaminare i livelli accettabili del debito.

L'argomentazione a favore di un riesame della questione è ancora più forte se il debito viene utilizzato per finanziare gli investimenti pubblici. L'investimento pubblico risulta essere conveniente se il suo tasso di rendimento sociale corretto per il rischio è pari o superiore al tasso di rendimento corretto per il rischio dell'investimento privato, che potrebbe essere ancora una volta strettamente legato al tasso sui titoli di Stato. Riteniamo che, in parte a causa dei tagli derivanti dall'austerità fiscale, in parte a causa di investimenti pubblici insufficienti prima ancora del verificarsi della crisi, il tasso sociale di rendimento del capitale pubblico sia elevato. Anche l'isteresi, di cui abbiamo discusso prima, è direttamente rilevante in questo caso.

¹² Stiamo qui supponendo, con valide ragioni, che l'equivalenza ricardiana non regga e che il debito pubblico sia in parte percepito come ricchezza netta dai consumatori.

¹³ Un'avvertenza: i tassi di rendimento del capitale possono riflettere in parte un mark-up rispetto ai costi marginali, e quindi possono includere una componente di rendita. Un recente lavoro di De Loecker ed Eeckhout (2017) suggerisce che i mark-up sono aumentati sostanzialmente negli ultimi quarant'anni, il che implica prodotti marginali di capitale più bassi per determinati tassi di rendimento del capitale.

¹⁴ Il tono provvisorio di questo paragrafo riflette il fatto che gli autori stanno attualmente svolgendo ricerche sull'argomento e non sono ancora giunti a conclusioni consolidate.

Persino nel caso in cui il tasso di interesse superi il tasso di crescita, nella misura in cui l'aumento della produzione effettiva porti ad un incremento della produzione potenziale, è possibile che la spesa pubblica si ripaghi da sola, determinando una diminuzione del rapporto debito/PIL anche nel lungo periodo (DeLong e Summers, 2012). Questa circostanza diventa ancora più rilevante quando il tasso di interesse è inferiore al tasso di crescita.

5. Politiche finanziarie

Sulla base dell'esperienza recente, è probabile che gran parte dell'instabilità che si verificherà nei prossimi decenni sarà legata a fattori di instabilità finanziaria. Va notato, al riguardo, che oltre all'esperienza della Grande Recessione, anche le altre crisi economiche verificatesi negli Stati Uniti hanno avuto origine da problemi finanziari – siano essi i problemi di credito associati al settore immobiliare e la conseguente contrazione del credito alla fine degli anni ottanta o la bolla borsistica e il suo crollo nel 2000. Ciò solleva varie questioni in tema di prevenzione e risoluzione delle crisi.¹⁵

Consideriamo in primo luogo il tema della risoluzione delle crisi. C'è chi ritiene che una delle lezioni della crisi consista nel fatto che i responsabili della politica economica necessitano di strumenti più forti per rispondere alle tensioni finanziarie: ad esempio, occorre che la prossima volta i governi abbiano una chiara autorità legale per salvare istituzioni come Lehman Brothers nel 2008. Altri invece ritengono che il rischio morale associato all'eccessiva disponibilità di fondi di salvataggio abbia contribuito all'eccessiva assunzione di rischi conducendo poi alla crisi.

Noi esprimiamo scetticismo nei confronti del fondamentalismo del rischio morale che è andato diffondendosi in molti ambienti. Il nostro timore è che i cambiamenti giuridici e le dolorose lezioni politiche della crisi passata renderanno più difficile l'erogazione di liquidità di emergenza la prossima volta che una crisi si presenterà. Geithner (2017) e altri hanno espresso serie preoccupazioni sul fatto che le restrizioni giuridiche contenute nella legislazione Dodd-Frank sulla fornitura di sostegno alle singole istituzioni potrebbero rendere più difficile una risposta adeguata alla prossima crisi. In misura sostanziale, le crisi affondano le loro radici non in una consapevole assunzione di rischi da parte degli istituti finanziari, ma in eventi "*black swan*" non prevedibili – un fatto che non può essere cambiato modificando gli incentivi. Inoltre, è probabile che gli apporti di liquidità per contenere le vendite in massa non presentino problemi di rischio morale dal momento che non è detto risultino socialmente costosi. Basti ricordare che il governo degli Stati Uniti ha tratto profitti positivi dal programma TARP di sostegno alle istituzioni finanziarie. Inoltre, poiché le grandi crisi si verificano solo ogni mezzo secolo o giù di lì, siamo poco persuasi dall'idea che le azioni effettuate in risposta ad una crisi possano influenzare la successiva.

La prevenzione delle crisi è stata una delle principali preoccupazioni sin dall'inizio della crisi finanziaria del 2008, che ha portato al Dodd-Frank negli Stati Uniti e alla miriade di attività coordinate a livello internazionale sotto l'egida del Financial Stability Board. I coefficienti patrimoniali sono stati notevolmente aumentati. Le banche sistemiche sono soggette a vincoli più severi. Gli stress test sono costantemente migliorati. Sono stati introdotti coefficienti di liquidità per limitare i rischi e le conseguenze delle corse agli sportelli.

¹⁵ Per una più ampia discussione sulle politiche finanziarie, si rinvia all'analisi di Aikman *et al.* (2019).

Tuttavia, per ragioni di necessità, la prassi normativa è andata oltre le prescrizioni della teoria. Vi è una moltitudine di questioni irrisolte che vanno dalla rilevanza della sola adeguatezza patrimoniale rispetto all'opportunità di utilizzare una varietà di requisiti di capitale, a come la regolamentazione dovrebbe variare a seconda delle condizioni cicliche e finanziarie, a se e come regolamentare nel modo migliore il "sistema finanziario ombra", fino a come evitare interruzioni di liquidità e gravi perturbazioni sui mercati delle attività.¹⁶ Qui ci concentriamo solo su due aspetti: l'efficacia della regolamentazione del capitale e degli stress test e l'opportunità di politiche di regolamentazione variabili nel tempo al fine di promuovere la stabilità.

Si è tentati di supporre che, con requisiti patrimoniali sufficientemente elevati, la stabilità delle principali istituzioni e quindi del sistema finanziario sia garantita. Elevati livelli di capitale possono essere assicurati in senso statico attraverso una regolamentazione patrimoniale diretta e in senso dinamico attraverso stress test che assicurino livelli di capitale adeguati anche in uno scenario sfavorevole (a parte le questioni di liquidità, che ovviamente richiedono strumenti aggiuntivi).

Bulow e Klemperer (2013) e Sarin e Summers (2016) discutono alcune questioni sollevate dagli attuali approcci alla regolamentazione patrimoniale. La maggior parte degli istituti falliti nel 2008 e 2009 venivano considerati dalle autorità di regolamentazione come istituti con coefficienti patrimoniali elevati fino al verificarsi del fallimento. Un esempio eclatante è Bear Stearns, considerato dalle autorità di regolamentazione come un istituto caratterizzato da un coefficiente patrimoniale Tier 1 dell'11,6 per cento la settimana prima del fallimento. Non si tratta di un caso isolato: Wachovia, Washington Mutual e Lehman Brothers sono stati giudicati tutti con alti coefficienti patrimoniali alla vigilia dei loro fallimenti. Haldane e Madouros (2012), guardando all'universo delle grandi banche globali, riferiscono che non vi era alcuna correlazione tra i precedenti coefficienti patrimoniali e la possibilità di sopravvivere alla crisi. Bulow e Klemperer (2013) notano che le banche sottoposte al FDIC hanno in genere passività superiori al 15 per cento o rispetto alle attività, il che rivela grossi difetti nel considerare il capitale regolamentare come misura del capitale economico.

Mentre la tesi ufficiale è che il settore bancario è molto meglio capitalizzato rispetto a prima della crisi, Sarin e Summers (2016) osservano che i rapporti tra valore di mercato del capitale e le attività bancarie, le misure di volatilità del capitale e i rendimenti delle azioni privilegiate sembrano tutti indicare il contrario. Almeno per quanto riguarda gli Stati Uniti, gli stress test oggi suggeriscono che il sistema bancario è straordinariamente robusto. Noi tuttavia sospettiamo che le affermazioni secondo cui il sistema bancario sarebbe in grado di superare una tempesta ben peggiore di quella del 2008 senza che nessuna grande istituzione abbia bisogno di raccogliere capitali, diano più informazioni sulle metodologie utilizzate per modellare gli stress test che sulla solidità del sistema.

Tutto ciò ha una rilevanza politica diretta. Un grave errore politico commesso in relazione alla crisi del 2008 è stato l'incapacità delle autorità di regolamentazione negli Stati Uniti nell'imporre la raccolta di capitali o almeno la riduzione dei pagamenti di dividendi e dei riacquisti di azioni nella primavera e nell'estate del 2008 nonostante che i mercati stessero segnalando seri problemi per la salute del sistema finanziario. Si può discutere se ciò sia stato causato dall'incapacità delle autorità di percepire l'entità dei rischi o alla loro mancanza di autorità giuridica. Come evitare simili ritardi in futuro e come progettare approcci che

¹⁶ Per una valutazione della regolamentazione bancaria, si veda Goldstein (2017).

utilizzino le informazioni del mercato come input per la politica di regolamentazione, a noi sembrano delle questioni prioritarie.

Pur ritenendo auspicabili politiche di regolamentazione più reattive ai cambiamenti del capitale economico delle imprese, siamo più scettici intorno all'idea di rendere i requisiti patrimoniali variabili nel tempo o di porre limiti alla leva finanziaria. Tale scetticismo deriva in parte dalle ragioni discusse in precedenza riguardo all'uso delle politiche monetarie per promuovere la stabilità finanziaria. È molto difficile individuare ex ante bolle o eccessive ondate di credito e ancor più difficile identificarle con sufficiente anticipo rispetto allo scoppio per rendere proficua la politica anticiclica. Basti ricordare la difficoltà di riconoscere che nel 2008 il capitale delle banche si stava riducendo. È lo stesso anno in cui le autorità hanno fallito nell'individuare le bolle e intervenire su di esse, nonostante chiari segnali del mercato. I problemi di "*political economy*" complicano ulteriormente questo compito. La soluzione di imporre aumenti degli acconti necessari per i mutui a seguito di un aumento dei prezzi delle abitazioni colpirebbe soprattutto i giovani acquirenti, potrebbe essere estremamente impopolare e quindi rischierebbe di essere applicata troppo poco o troppo tardi. In questo senso, sussiste il rischio che misure macroprudenziali variabili nel tempo finiscano per risultare procicliche piuttosto che anticicliche.

Tutto ciò suggerisce, ad esempio, l'adozione di coefficienti patrimoniali più elevati e costanti piuttosto che di coefficienti patrimoniali più bassi e sensibili al ciclo. Il costo di tale misura può essere modesto. In effetti, uno dei risultati più interessanti della ricerca dopo la crisi è che, a prescindere dal rischio che alcune attività si spostino verso il settore bancario ombra – che deve quindi anch'esso essere regolamentato – coefficienti patrimoniali più elevati hanno effetti limitati sul costo dei fondi per le banche o sui prestiti bancari. Ciò porta a concludere che coefficienti patrimoniali più elevati rispetto agli attuali coefficienti regolamentari possano essere appropriati (Goldstein, 2017).

In breve, se è vero che oggi si presta molta più attenzione alla regolamentazione finanziaria e alle politiche macroprudenziali, il compito è tutt'altro che concluso. La complessità stessa del sistema finanziario, la nostra limitata comprensione del suo funzionamento e la capacità degli operatori finanziari di adeguarsi e impegnarsi nell'arbitraggio normativo sono ostacoli non di poca rilevanza. È probabile che in futuro ci troveremo ad affrontare altre crisi finanziarie.

6. Conclusioni

Mentre la crisi svanisce nello specchietto retrovisore, percepiamo il rischio che la politica macroeconomica torni a funzionare alla vecchia maniera, che le banche centrali tornino agli obiettivi d'inflazione del passato, che si facciano pochi progressi nell'uso della politica fiscale e che gli istituti finanziari esercitino pressioni contro requisiti di capitale e di liquidità che essi reputano eccessivi.

Prendere questa via sarebbe chiaramente un errore. Dieci anni fa, pochi avrebbero previsto gli eventi che si sarebbero verificati di lì a poco, dalle fughe di capitali dalle maggiori istituzioni finanziarie mondiali, a tassi d'interesse a livelli di trappola della liquidità per quasi un decennio, a un'inflazione ancora oggi al di sotto dell'obiettivo, a divari tra prodotto effettivo e potenziale ancora ampi e negativi in molte economie avanzate. Riteniamo che le lezioni di base della grande crisi finanziaria siano in gran parte simili a quelle tratte dalla rivoluzione

keynesiana in risposta alla Grande Depressione: le economie possono essere colpite da forti shock e non ci si può aspettare che si stabilizzino automaticamente. Non abbiamo alcun dubbio che, senza le forti risposte di politica monetaria e fiscale che sono state attuate, la crisi finanziaria avrebbe portato ad un risultato equivalente o anche peggiore della Grande Depressione. Pertanto, forti politiche di stabilizzazione forti debbono esser considerate essenziali.

Dovremmo pensare ai necessari cambiamenti come una “evoluzione” o come una “rivoluzione”?¹⁷

Le argomentazioni a favore dell'evoluzione sono le seguenti. Sul fronte della ricerca, è vero che i nostri modelli sono stati più utili a spiegare maree regolari che potenziali tsunami. Ma possiamo incorporare in essi molte delle non linearità che la crisi ha svelato (ad esempio, Gertler *et al.*, 2017). Sul versante della policy, la politica macroeconomica deve basarsi su tutte e tre le sue componenti: monetaria, fiscale e finanziaria. La politica monetaria deve ricreare un margine di manovra sufficiente per rispondere agli shock avversi della domanda, un risultato che si può conseguire in diversi modi. La politica di bilancio deve svolgere un ruolo di stabilizzazione più ampio tramite lo sviluppo di migliori stabilizzatori, e il consolidamento del debito può avvenire a un ritmo più lento. Una migliore regolamentazione finanziaria ha già ridotto sostanzialmente i rischi e le conseguenze delle crisi finanziarie, ma necessita di ulteriori aggiustamenti. Se queste misure saranno adottate, dovremmo essere in grado di gestire meglio gli shock futuri.

Gli argomenti a favore della rivoluzione sono i seguenti. Supponiamo che la stagnazione secolare renda necessari tassi di interesse significativamente negativi o aumenti insostenibili dei prezzi delle attività o delle espansioni del credito per mantenere la domanda e la produzione al livello potenziale. Per recuperare il suo margine di manovra, la politica monetaria deve quindi prendere in considerazione misure più drastiche, tra le quali un obiettivo di inflazione molto più elevato o l'acquisto di attività private su larga scala. Potrebbero rivelarsi necessari ampi disavanzi di bilancio per supportare la domanda senza i rischi di un eccessivo indebitamento del settore privato. Dati i limiti della regolamentazione finanziaria e la maggiore assunzione di rischi innescata da tassi d'interesse negativi, potrebbe risultare necessario adottare misure più drastiche per ridefinire la portata e le dimensioni del sistema finanziario.

Gli argomenti a favore della rivoluzione possono sembrare inverosimili, ma l'esperienza del Giappone negli ultimi vent'anni deve servire da monito. Come è noto, il tasso di crescita potenziale del Giappone è basso, circa l'1 per cento, il che riflette una crescita limitata della produttività e dati demografici avversi. Pensate a ciò a cui la politica macroeconomica giapponese ha dovuto ricorrere per sostenere la domanda e mantenere una crescita annua dell'1 per cento negli ultimi vent'anni: tassi di interesse prossimi allo zero sia a breve che a lungo termine, ampi disavanzi fiscali che hanno portato a un forte aumento del debito pubblico, massicci acquisti della banca centrale e ricorso alla domanda estera sotto forma di avanzo delle partite correnti. In altre parole, a fronte di una domanda interna privata molto debole, la politica macroeconomica giapponese ha dovuto fare affidamento su politiche macroeconomiche estreme, compreso il ricorso alla domanda estera, un'opzione che non sarebbe disponibile per altri paesi nel caso in cui tale debolezza emergesse a livello mondiale.

¹⁷ Gli autori hanno opinioni diverse su questa domanda. Blanchard è più incline a considerare la necessità di una evoluzione, mentre Summers è più incline a vedere la necessità di una rivoluzione.

Se il Giappone risultasse un modello di riferimento per il resto delle economie avanzate, si renderebbe necessaria una vera e propria rivoluzione della politica macroeconomica.

È possibile che le cose vadano realisticamente in questo modo? Mentre scriviamo, le prospettive cicliche negli Stati Uniti e in Europa sembrano buone, con una forte crescita. Questa crescita è sostenuta dal lato della domanda da una forte crescita dei prezzi delle attività, in particolare delle azioni societarie, un aumento il cui ritmo tuttavia non dovremmo aspettarci di osservare in futuro. La storia insegna che le recessioni non sono quasi mai previste, nemmeno con un anno di anticipo. Se gli Stati Uniti o l'Europa dovessero entrare in recessione nei prossimi due anni, con ogni probabilità la loro situazione assomiglierebbe molto a quella del Giappone, con tassi zero, ampi disavanzi fiscali, inflazione al di sotto del target e crescita inadeguata. Potremmo essere a un passo dall'esigenza di una rivoluzione. Solo il tempo potrà dirci se tale rivoluzione sarà necessaria.

Bibliografia

- Aikman D., Haldane A.G., Hinterschweiger M. e Kapadia S. (2019), "Rethinking Financial Stability", in Blanchard O. e Summers L.H. (a cura di), *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession* (pp. 143-194), Cambridge (MA): MIT Press.
- Auerbach A.J. (2019), "Fiscal Policy", in Blanchard O. e Summers L.H. (a cura di), *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession* (pp. 81-104), Cambridge (MA): MIT Press.
- Ball L., Elmendorf D. e Mankiw N.G. (1998), "The deficit gamble", *Journal of Money, Credit and Banking*, 30 (4), pp. 699-720.
- Bernanke B. (2002), "On Milton Friedman's Ninetieth Birthday", intervento alla Conferenza in onore di Milton Friedman, University of Chicago, 2002.
- Bernanke B. (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, marzo.
- Bernanke B. (2015), *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, New York: Norton.
- Bernanke B. (2019), "Monetary Policy in a New Era", in Blanchard O. e Summers L.H. (a cura di), *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession* (pp. 3-48), Cambridge (MA): MIT Press.
- Blanchard O. (2018), "Should We Reject the Natural Rate Hypothesis?", *Journal of Economic Perspectives*, 32 (1), pp. 97-120.
- Blanchard O. e Brancaccio E. (2019), "Crisis and Revolution in Economic Theory and Policy: a Debate", *Review of Political Economy* (published online: August 6th), DOI: 10.1080/09538259.2019.1644730.
- Blanchard O., Dell'Ariccia G. e Mauro P. (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", *IMF Staff Position Note*, n. 10/03, Washington (DC): International Monetary Fund.
- Blanchard O., e Summers L.H. (1986), "Hysteresis and the European Unemployment Problem", *NBER Macroeconomics Annual*, 1986 (1), pp. 15-90.
- Borio C. e Lowe P. (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", *BIS Working Paper*, n. 114, Basel: Bank for International Settlements.
- Brunnermeier M. e Koby Y. (2017), "The 'Reversal Interest Rate': An Effective Lower Bound on Monetary Policy", Working paper, Department of Economics, Princeton University, maggio.
- Bulow J. e Klemperer P. (2013), "Market-Based Bank Capital Regulation", *Economics Working Paper*, n. 2013-W12, Nuffield College, Oxford: Oxford University.
- Caballero R. Farhi E. e Gourinchas P.O. (2017), "The Safe Assets Shortage Conundrum", *Journal of Economic Perspectives*, 31 (3), pp. 29-46.
- De Loecker J. e Eckhout J. (2017), "The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications", *NBER Working Paper*, n. 23687, agosto, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- DeLong B.J. e Summers L.H. (2012), "Fiscal Policy in a Depressed Economy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 43 (Spring), pp. 233-297.
- Diamond D. e Dybvig P. (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, 91 (3), pp. 401-419.
- Fernald J., Hall R., Stock J. e Watson M. (2017), "The Disappointing Recovery of Output after 2009", *Brookings Papers on Economic Activity*, BPEA Conference Draft, 23-24 marzo.
- Friedman M. (1968), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, 58 (1), pp. 1-17.

- Furman J. (2019), "Should Policymakers Care Whether Inequality Is Helpful or Harmful for Growth?", in Blanchard O. e Summers L.H. (a cura di), *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession* (pp. 229-252), Cambridge (MA): MIT Press.
- Ganong P. e Noel P. (2017), "The Effect of Debt on Default and Consumption: Evidence from Housing Policy in the Great Recession", Working paper, Cambridge (MA): Harvard University, gennaio.
- Geanakoplos J. (2010), "Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle", *Economic Policy Review*, 16 (1), pp. 101-131.
- Geithner T. (2014), *Stress Test: Reflections on Financial Crises*, New York: Crown.
- Geithner T. (2017), "Are We Safe Yet? How to Manage Financial Crises", *Foreign Affairs*, 96 (January/February), pp. 54-72.
- Gertler M., Kiyotaki N. e Prestipino A. (2017), "A Macroeconomic Model with Financial Panics", *NBER Working Paper*, n. 24126, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Goetzmann W. (2015), "Bubble Investing: Learning from History", *NBER Working Paper*, n. 21693, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Goldstein M. (2017), *Banking's Final Exam: Stress Testing and Bank-Capital Reform*, Washington (DC): Peterson Institute for International Economics.
- Gopinath G. (2019), "Rethinking, International Macroeconomic Policy", in Blanchard O. e Summers L.H. (a cura di), *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession* (pp. 271-298), Cambridge (MA): MIT Press.
- Greenwood R., Hanson S., Rudolph J. e Summers L.H. (2014), "Government Debt Management at the Zero Lower Bound", *Hutchins Center Working Paper*, n. 5, Washington (DC): Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at the Brookings Institution.
- Greenwood R., Hanson S. e Stein J. (2016), "The Federal Reserve's Balance Sheet as a Financial-Stability Tool", in *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future* (pp. 335-397), atti del Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Policy Symposium, 25-27 agosto, Jackson Hole (WY).
- Haldane A. e Madouros V. (2012), "The Dog and the Frisbee", in *The Changing Policy Landscape* (pp. 109-159), atti del Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Policy Symposium, 30 agosto-1 settembre, Jackson Hole (WY).
- Hansen A. (1939), "Economic Progress and Declining Population Growth", *American Economic Review*, 29 (1), pp. 1-13.
- Hubbard G. (1991), *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago: NBER e University of Chicago Press.
- Kashyap A., Gaurio F. e Sim J. (2016), "The Tradeoffs in Leaning against the Wind", *NBER Working Paper*, n. 23658, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Koo R.C. (2011), "The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics", *Real-World Economics Review*, 58, pp. 19-37.
- McKay A. e Reis R. (2016), "Optimal Automatic Stabilizers", *CEPR Discussion Paper*, n. 11337, London: Centre for Economic Policy Research.
- Mian A. e Sufi A. (2014), *House of Debt*, Chicago: University of Chicago Press.
- Minsky H. (1992), "The Financial Instability Hypothesis", *Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, n. 74, Annandale-On-Hudson (NY): Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Patinkin D. (1948), "Relative Prices, Say's Law, and the Demand for Money", *Econometrica*, 16 (2), pp. 135-154.
- Paulson H.M. (2010), *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, New York: Business Plus.
- Phelps E. (1968), "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time", *Economica*, n.s., 34 (135), pp. 254-281.
- Phelps E. (1972), *Inflation Policy and Unemployment Theory*, New York: Norton.
- Rachel L. e Smith T. (2015), "Are Low Real Interest Rates Here to Stay?", *Bank of England Staff Working Paper*, n. 571, London: Bank of England.
- Rogoff K. (2017), *The Curse of Cash: How Large-Denomination Bills Aid Crime and Tax Evasion and Constrain Monetary Policy*, Princeton (NJ): Princeton University Press.
- Romer P.M. (2016), "The Trouble with Macroeconomics", intervento alla Omicron Delta Epsilon Society, disponibile alla URL: <https://ccl.yale.edu/sites/default/files/files/The%20Trouble%20with%20Macroeconomics.pdf>.
- Sarin N. e Summers L.H. (2016), "Have Big Banks Gotten Safer?", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, pp. 57-109.
- Summers L.H. (2018), "Secular Stagnation and Macroeconomic Policy", *IMF Economic Review*, 66 (2), pp. 226-250.
- Svensson L. (2017), "Cost-Benefit Analysis of Leaning against the Wind", *Journal of Monetary Economics*, 90 (October), pp. 193-213.
- Yellen J.L. (2016), "Opening Remarks: The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present and Future", in *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future* (pp. 1-19) atti del Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Policy Symposium, 25-27 agosto, Jackson Hole (WY).



Moneta e Credito

vol. 72 n. 287 (settembre 2019)

Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio

Sulle condizioni per una “rivoluzione” della teoria e della politica economica

EMILIANO BRANCACCIO*

Abstract:

In linea con la tradizione del Massachusetts Institute of Technology di cui fanno parte, i modelli macroeconomici mainstream di Olivier Blanchard possono essere sottoposti a un “ribaltamento” logico in grado di renderli compatibili con schemi alternativi che rifiutano la teoria neoclassica dei prezzi come indici di scarsità e il nesso tra produzione e distribuzione che da essa scaturisce. Tale ribaltamento logico sembra in grado di offrire una più solida base teorica alla “rivoluzione” della politica macroeconomica recentemente invocata da Blanchard e Summers, che viene qui sottoposta a un esame critico.

In line with the Massachusetts Institute of Technology tradition to which they belong, the macroeconomic models by Olivier Blanchard may be subjected to a logical “reversal” capable of making them consistent with those alternative schemes that reject the neoclassical theory of prices as scarcity indexes and the link between production and distribution resulting from it. This logical reversal seems able to offer a more solid theoretical basis for the macroeconomic policy “revolution” recently invoked by Blanchard and Summers, critically examined here, than the authors’ own schemes.

Università del Sannio,
email: emiliano.brancaccio@unisannio.it

Per citare l’articolo:

Brancaccio E. (2019), “Sulle condizioni per una “rivoluzione” della teoria e della politica economica”, *Moneta e Credito*, 72 (287): 197-206.

DOI: https://doi.org/10.13133/2037-3651_72.287_3

JEL codes:

B5, D33, E1, E6

Keywords:

Macroeconomic theory and policy, theories of prices and distribution, capitalism and socialism

Homepage della rivista:

<http://www.monetaecredito.info>

A proposito di libri “Anti”, permettetemi qualche citazione preliminare. L’*Anti-Catone* di Giulio Cesare fu la raffigurazione letteraria di un passaggio epocale, quello che in poco più di un decennio avrebbe sancito la fine della Repubblica e l’inizio dell’Impero romano. A quanto pare, proprio all’*Anti-Catone* si ispirò Friedrich Engels, autore dell’*Anti-Duhring*, un libro che a sua volta segnò una fase cruciale dello scontro tra due opposte filosofie della scienza:

* Contributo al numero speciale di *Moneta e Credito* dal titolo “Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio”, ispirato dal dibattito tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio tenutosi presso la Fondazione Feltrinelli a Milano il 18 dicembre 2018. Numero a cura di Emiliano Brancaccio e Fabiana De Cristofaro. Questo articolo rappresenta uno sviluppo del mio intervento al dibattito con Olivier Blanchard tenutosi nel dicembre 2018 presso la Fondazione Feltrinelli a Milano (pubblicato in Blanchard e Brancaccio, 2019a; 2019b). Ringrazio tutti i partecipanti a questo numero di *Moneta e Credito*, nonché Massimo Amato, Enrico Bellino, Sergio Beraldo, Andrea Califano, Roberto Cellini, Sergio Cesaratto, Enrico Colombatto, Lilia Costabile, Antonio Maria Fusco, Carlo D’Ippoliti, Marcello Messori, Gary Mongiovi, Marco Musella, Paolo Pini, Fabio Ranchetti, Francesco Saraceno, Anna Soci, Roberto Scazzieri, Robert Skidelsky, Gennaro Zezza e due anonimi *referees* per i commenti a versioni preliminari di questa relazione o per contributi su articoli e saggi precedenti dedicati all’argomento. Ogni responsabilità per quanto qui riportato è esclusivamente a carico dell’autore.



Quest’opera è distribuita con licenza internazionale Creative Commons Attribuzione – Non commerciale – Non opere derivate 4.0. Copia della licenza è disponibile alla URL <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

l'idealismo e il materialismo. Ebbene, nel nostro piccolo, nel nostro infinitesimo, con l'*Anti-Blanchard* in un certo senso noi abbiamo tratto ispirazione da questi grandi esempi (Brancaccio e Califano, 2018).

Beninteso, l'*Anti-Blanchard* è un piccolo esperimento, peraltro confinato nell'ambito ristretto della critica della macroeconomia. Tuttavia, anch'esso è un libro che sebbene nel suo titolo si confronti con una sola persona, di fatto tenta di richiamare alla luce una disputa di carattere molto più generale, oserei dire collettiva: vale a dire la disputa, oggi sommersa e un po' dimenticata, tra la concezione attualmente prevalente della teoria e della politica economica e un paradigma economico alternativo che prende le mosse dalle cosiddette scuole di pensiero economico critico. Quel piccolo libro è dunque in fin dei conti la ragione per cui abbiamo proposto questa inconsueta occasione di dibattito alla Fondazione Feltrinelli, che ringraziamo per averla messa in opera. E ovviamente ringraziamo Olivier Blanchard per avere accettato questo nostro invito.

Ora, perché proprio l'*Anti-Blanchard*? Perché non un “Anti-Lucas”, o un “Anti-Prescott”, o un “Anti-Sargent”? Il primo motivo è che l'esperienza di Olivier Blanchard è di tale importanza che trascende la sua stessa persona, a mio avviso più di quanto sia accaduto a qualsiasi altro economista vivente. Il Professor Blanchard fu nominato capo economista del Fondo Monetario Internazionale il 1 settembre del 2008, vale a dire appena due settimane prima del “Chapter Eleven”, l'avvio della bancarotta di Lehman Brothers e l'inizio della crisi mondiale. Per una straordinaria congiuntura di avvenimenti, il periodo dell'incarico di Blanchard al FMI corrisponde esattamente al tempo di fuoco della grande recessione internazionale, della prima crisi dell'Eurozona, e dell'avvio di nuove tendenze protezioniste nel mondo, ben prima dell'avvento di Trump alla Casa Bianca. Ebbene, la direzione di Blanchard delle ricerche del Fondo non è passata inosservata. Sotto la sua guida, abbiamo assistito a un cambiamento significativo nelle analisi e in parte anche nelle proposte politiche del Fondo Monetario Internazionale. Penso al “mea culpa” sulla sottostima dei moltiplicatori fiscali, alla valorizzazione degli investimenti pubblici in deficit come fattore di crescita economica, all'opportunità di adottare forme di controllo dei movimenti di capitale, al riconoscimento di un legame inverso tra disuguaglianza e sviluppo economico, e molto altro.

Ma al di là dell'esperienza istituzionale di Olivier, c'è anche un motivo più profondo che mi ha indotto a scrivere proprio un libro dedicato a un esame critico dei suoi contributi. Il motivo attiene all'approccio teorico di Blanchard, alla struttura dei suoi modelli di analisi. Il paradigma prevalente di teoria e politica economica, quello che di solito chiamiamo approccio “*mainstream*” e di cui Olivier Blanchard è uno dei massimi esponenti mondiali, in ultima istanza fa capo alla tradizione dell'equilibrio generale intertemporale neoclassico. Una caratteristica fondamentale di questo approccio, è che esso presume che le forze spontanee del libero mercato, quelle della domanda e dell'offerta, almeno in linea di principio dovrebbero essere in grado di determinare quei livelli del tasso d'interesse, del tasso di profitto e del salario reale che portano l'economia in “equilibrio naturale”: ossia, in un equilibrio che corrisponde a livelli efficienti di produzione e occupazione dei lavoratori e delle altre risorse, dati i vincoli di scarsità delle dotazioni e dati tutti gli altri vincoli che attengono alle istituzioni, alle informazioni, e così via. In quest'ottica, produzione e distribuzione sono legate a filo doppio, secondo una inesorabile legge neoclassica di efficienza. Questo significa, per intenderci, che per l'approccio prevalente, se tu lotti per cercare di aumentare il salario oltre il livello determinato dall'equilibrio del mercato, la conseguenza dovrà essere una caduta dell'occupazione e della produzione. In altre parole: il conflitto sociale fa danni.

Ebbene, è possibile verificare che in più circostanze, nel suo manuale didattico come in alcune sue importanti pubblicazioni di frontiera, Blanchard ha un po' deviato da questa ortodossia neoclassica, o quantomeno ha creato le basi per una deviazione da essa. In alcuni casi, per esempio in campo didattico, nel celebre manuale la cui edizione europea è stata scritta con Francesco Giavazzi e Alessia Amighini, Blanchard ha assunto che la distribuzione del reddito tra salari e profitti fosse una variabile sostanzialmente esogena: ovvero, una variabile esterna al nucleo della sua analisi (Blanchard et al., 2017). In altri casi, come per esempio nei suoi noti modelli di "isteresi", Blanchard si è spinto oltre, ed è arrivato a ipotizzare che quella distribuzione del reddito non solo fosse esterna all'analisi, ma non presentasse nemmeno un legame univoco con l'andamento della produzione e dell'occupazione. Più precisamente, in questi modelli, sotto date ipotesi, il salario reale può essere considerato un dato, mentre i livelli di produzione e di occupazione sono determinati dal rapporto tra salario monetario e quantità di moneta (Blanchard e Summers, 1986). C'è molto di Franco Modigliani, in questo apparato teorico. E c'è molta aria di Massachusetts Institute of Technology.

Potrei fare molti altri esempi di questo tipo, potrei entrare nei dettagli e specificare le ipotesi particolari che conducono a tali risultati. Ma in tutti i casi la mia tesi di fondo è la seguente. Quando i modelli di Blanchard assumono che la distribuzione del reddito tra salari e profitti sia una variabile esterna all'analisi, e quando i suoi modelli arrivano addirittura a ipotizzare che tale distribuzione non sia univocamente legata a uno specifico livello di produzione e di occupazione, l'implicazione teorica che ne risulta è notevole: i modelli di Blanchard risultano aperti agli approcci teorici alternativi, ossia a quelle interpretazioni che fanno capo alle varie tradizioni 'eretiche' di John von Neumann, Wassily Leontief, Nicholas Kaldor, Joan Robinson, Hyman Minsky, Herbert Simon, nonché Piero Sraffa, Luigi Pasinetti, Pierangelo Garegnani, Paolo Sylos Labini, Augusto Graziani e molti altri. In questa tradizione alternativa non esiste una relazione efficiente in senso neoclassico tra la produzione e la distribuzione del reddito: non esistono più dei livelli dei salari, dei profitti e degli interessi che siano tali da garantire una produzione e un'occupazione massime, dati i vincoli determinati dalla scarsità delle risorse o da fattori attinenti alle istituzioni, alle informazioni, ecc. In alcuni di questi schemi alternativi possono sussistere altri tipi di relazioni tra produzione e distribuzione, che attengono alle condizioni di equilibrio macroeconomico, alle diverse ipotesi sull'offerta di merci, e così via. Ma in generale, in tutte queste analisi alternative l'intimo legame neoclassico tra produzione e distribuzione del reddito viene meno: il nesso tra le due grandezze, laddove esiste, perde la sua aura di pura neutralità tecnica e precipita nell'universo contraddittorio del conflitto sociale e politico.

È bene tener presente che quella appena descritta è una linea di demarcazione teorica generale, che vale sempre e per tutti gli approcci esistenti. Sul nesso tra produzione e distribuzione del reddito tutte le teorie, vecchie o nuove che siano, in termini più o meno espliciti devono logicamente situarsi dall'una o dall'altra parte di quella linea "Althusseriana": dal lato dell'impostazione *mainstream* oppure da quello della visione alternativa appena descritta. Il problema di situare la teoria da un lato o dall'altro di quella linea di demarcazione rimane aperto e per certi versi irrisolto anche riguardo ad alcuni approcci più recenti, come ad esempio i modelli "agent based", per citare una delle interpretazioni non convenzionali che stanno riscuotendo un certo successo. In altre parole, nessuna nuova teoria può rifuggire dalla necessità di prendere posizione riguardo alla scelta tra l'accettare la determinazione dei prezzi relativi e della distribuzione nei termini tipici della scarsità neoclassica, oppure rifiutarla e quindi cimentarsi con le tradizioni di pensiero 'eretico' per delineare un'esplicita alternativa.

Tornando al nostro caso specifico, quella stessa linea di demarcazione teorica sta ad indicare un fatto sorprendente: con poche modifiche alle ipotesi di partenza, i modelli di Blanchard che risultano aperti alle teorie alternative possono esser portati al di là della linea e quindi, di fatto, possono risultare aperti al conflitto sulla distribuzione del prodotto sociale. Ricorrendo a un linguaggio vecchio ma non desueto, qualcuno si spingerebbe a dire che di tanto in tanto, più o meno consapevolmente, Blanchard apre i suoi modelli alla lotta di classe nel senso di Marx.

Naturalmente Olivier non sarà d'accordo con questa mia interpretazione. Nel dibattito di Milano egli in tal senso ha rimarcato la sua tesi, secondo cui la disoccupazione si situerebbe al punto che costringe i lavoratori ad accettare i salari reali offerti dalle imprese (Blanchard e Brancaccio, 2019b). Questa interpretazione univoca della distribuzione si basa sull'ipotesi che il margine di profitto sia esogeno e refrattario alle rivendicazioni sociali, ma nelle analisi di Blanchard non è affatto chiaro il motivo per cui tale ipotesi debba essere accettata anziché esser sostituita, né è detto che conduca a risultati analitici coerenti (Brancaccio e Saraceno, 2017). Olivier potrà ribattere che questi varchi teorici, queste piccole crepe logiche che consentono ardimentose interpretazioni alternative dei suoi modelli, sono soltanto il frutto di semplificazioni provvisorie, che possono essere poi tranquillamente rimosse a gradi più avanzati dell'analisi e sostituite con altre in linea con la tradizione *mainstream*. La verità, però, io credo sia un'altra. La verità è che i modelli economici sono un po' come i figli: a un certo punto assumono una personalità propria, per molti versi indipendente dalle aspirazioni dei loro genitori.

Il caso di Blanchard mi pare esattamente questo. A differenza dei modelli di un Lucas, di un Sargent o di un Prescott, e analogamente invece a molti modelli della tradizione MIT di cui egli fa parte, i modelli di Blanchard si possono ribaltare e trasformare: possono cioè diventare modelli alternativi. Adottando tecniche simili, anni fa il grande teorico e polemista Frank Hahn tentò di trasformare Sraffa in un “caso speciale” dell'equilibrio neoclassico (Hahn, 1982). Nel farlo, tuttavia, egli commise gravi errori teorici, consistenti tra l'altro nella pretesa paradossale di determinare “il passato in funzione del futuro” (Brancaccio, 2010; per una rassegna, tra gli altri, si veda Kurz e Salvadori, 1995, cap. 14; sul “ribaltamento” che consente il passaggio da una teoria all'altra, cfr. anche Dobb, 1973). Invece, potremmo dire che noi qui rendiamo Blanchard un po' marxista, e lo facciamo con un ribaltamento che in questo caso regge alla prova logica. In fin dei conti, se non fosse stato per questa possibilità di ribaltare teoricamente i modelli di Olivier, l'*Anti-Blanchard* non sarebbe mai nato e noi oggi non saremmo qui a discutere.

È bene aggiungere che proprio questo rovesciamento teorico apre la via alle possibilità di rilancio di un confronto e di una competizione, in senso Lakatosiano, tra i diversi paradigmi esistenti (Brancaccio e Bracci, 2019). La comparazione che noi qui suggeriamo, tra i modelli di Blanchard e le interpretazioni eretiche degli stessi, rende più agevole una scelta tra gli uni e le altre basata sul metodo scientifico: ossia su un giudizio relativo alla rilevanza storica, alla coerenza logica e alla verifica empirica delle teorie concorrenti. Anche sulla verifica empirica, infatti, l'impostazione *mainstream* appare spesso in difficoltà, laddove la visione alternativa sembra maggiormente in grado di superare il banco di prova dei dati. Un esempio tipico, in questo senso, è l'analisi del rapporto tra la cosiddetta “flessibilità” del mercato del lavoro da un lato, e dinamiche del salario reale e dell'occupazione dall'altro. Come tempo fa osservò lo stesso Blanchard (Blanchard, 2006) e come oggi viene riconosciuto persino da alcuni rapporti IMF, OECD e World Bank, la tesi prevalente secondo cui la maggior flessibilità del lavoro riduce la

disoccupazione non sembra trovare riscontri empirici adeguati. Sul banco di prova dei dati, invece, appare più robusta la tesi alternativa secondo cui l'unico effetto tangibile della flessibilità è quello di ridurre il potere contrattuale dei lavoratori e quindi anche la quota salari (per una rassegna, cfr. Brancaccio et al., 2018a). Le politiche di flessibilità del lavoro, in altre parole, sembrano incidere non tanto sull'efficienza nella produzione quanto piuttosto sul conflitto nella distribuzione.

Ora, quali sono le implicazioni generali di politica economica di questo discorso? Io credo siano notevoli. In un recente articolo scritto con Larry Summers, Olivier Blanchard ha recentemente evocato la possibilità di una "evoluzione", e magari addirittura una "rivoluzione" della politica economica prossima ventura (Blanchard e Summers, 2017; riprodotto in traduzione italiana in questo numero: Blanchard e Summers, 2019). Un punto chiave della "rivoluzione" evocata da Blanchard e Summers riguarda l'opportunità di sostenere e di stabilizzare i livelli di occupazione utilizzando la spesa pubblica per investimenti, e in generale la politica espansiva di bilancio pubblico, in modi molto più sistematici e più incisivi rispetto al passato. "Rivoluzione", per Blanchard e Summers, significa dunque, tra le altre cose, anche un rinnovato ruolo delle politiche di bilancio dello Stato nel sostegno allo sviluppo economico e all'occupazione. Nell'ambito del *mainstream* si tratta di una presa di posizione importante.

Tuttavia, occorre precisare che la "rivoluzione" della politica economica suggerita da Blanchard e Summers è legata a un'ipotesi: che in futuro il tasso d'interesse si collochi stabilmente al di sotto del tasso di crescita economica. Un tasso d'interesse più basso rispetto al tasso di crescita dell'economia è importante per varie ragioni: aiuta a ridurre le disuguaglianze, diminuisce il peso dei debiti e favorisce l'intervento pubblico nell'economia, perché solo se i tassi d'interesse sono più bassi dei tassi di crescita allora il debito può convergere verso uno stato stazionario anche in presenza di disavanzi pubblici primari atti a finanziare l'espansione. Curiosamente, nelle vecchie edizioni del suo manuale, Blanchard sosteneva che un tasso d'interesse più basso del tasso di crescita fosse un caso 'esotico', ossia improbabile e in fin dei conti poco rilevante. Oggi, invece, Blanchard e Summers ammettono che un tasso d'interesse stabilmente più basso del tasso di crescita è una possibilità concreta.

Blanchard e Summers sembrano però giustificare questo cambiamento di scenario alla luce di un fenomeno per così dire spontaneo, un fenomeno di mercato, che talvolta essi interpretano aggiornando il vecchio concetto di "stagnazione secolare" di Hansen. In buona parte, cioè, un tasso d'interesse più basso della crescita sarebbe frutto di un aumento spontaneo del risparmio rispetto all'investimento e di una conseguente riduzione del tasso d'interesse "naturale" che dovrebbe metterli in equilibrio. Ancora una volta, se ci pensiamo, torna l'idea *mainstream* di livelli "naturali" delle variabili distributive in grado di mettere in equilibrio la produzione: riemerge cioè la tesi un nesso, un legame neutro ed efficiente, tra produzione e distribuzione del reddito.

Noi tuttavia sappiamo che per i modelli teorici alternativi quel legame efficiente non esiste, e quindi anche il tasso d'interesse "naturale" è un concetto che non esiste. L'implicazione è che nei modelli alternativi un tasso d'interesse stabilmente al di sotto del tasso di crescita non può mai essere semplicemente un evento spontaneo e di mercato, non può esserlo nemmeno in situazioni di "stagnazione secolare". Un tasso d'interesse inferiore alla crescita economica può essere allora solo il risultato di un deliberato atto politico.

Più precisamente, per tenere i tassi d'interesse sotto la crescita, sono necessarie precise decisioni di politica economica. In primo luogo è necessaria una politica monetaria che non sia vincolata alle "regole" anti-inflazionistiche che hanno imperversato in questi anni, come ad

esempio la *Taylor rule* e le sue numerose varianti. I dati indicano che tali regole non sembrano in grado di stabilizzare il ciclo e l'inflazione. Piuttosto, esse rischiano di determinare tassi d'interesse relativamente alti, potenzialmente distruttivi per le condizioni di solvibilità del sistema economico e in ultima istanza capaci di accelerare quella che Marx definiva la tendenza verso la centralizzazione dei capitali in sempre meno mani (Brancaccio e Fontana, 2016). Inoltre, per tenere il tasso d'interesse sotto il tasso di crescita, è necessaria una politica di controllo dei movimenti di capitale, che consenta di ridurre il tasso d'interesse senza rischiare fughe di capitali all'estero. Ma soprattutto, per tenere il tasso d'interesse sotto il tasso di crescita, è necessaria una politica che contrasti la deflazione dei salari e dei prezzi, ossia occorre una politica che impedisca ai salari e ai prezzi di cadere. La deflazione dei salari e dei prezzi va scongiurata, perché accresce i tassi d'interesse reali, che sono i tassi al netto dell'inflazione, e più in generale accresce il valore reale dei rimborsi, e quindi rischia di rendere insostenibile il peso dei debiti.

Quello della deflazione dei salari e dei prezzi è un punto delicato, perché su questa materia Blanchard ha espresso varie posizioni, ha valutato caso per caso. In particolare, riguardo alla crisi dell'Eurozona, quando ha considerato i casi della Grecia e dei paesi del Sud Europa, Blanchard ha più volte supportato una politica di deflazione dei salari, nella speranza di veder crescere la competitività a livelli tali da stimolare le esportazioni, ridurre le importazioni e riassorbire così i pesanti deficit commerciali verso l'estero che erano stati accumulati da questi paesi (Blanchard, 2012; Blanchard e Summers, 2019).

Ebbene, su questo punto devo dire che il mio dissenso è profondo. In primo luogo, credo che prima di discutere su come rimediare a tali squilibri commerciali, bisognerebbe prioritariamente interrogarsi sulle ragioni per cui si sono formati. In particolare, bisognerebbe studiare a fondo le ragioni per cui il mercato finanziario ha lungamente alimentato gli squilibri dentro l'Eurozona, per poi farci scoprire all'improvviso che erano insostenibili: grandi flussi di finanziamento, che per anni hanno permesso a tanti paesi di importare più di quanto esportassero, improvvisamente hanno fatto marcia indietro, un giro di giostra pazzesco che ha minato la stabilità dell'euro molto più degli squilibri nei conti pubblici. Io ricordo che assieme a Francesco Giavazzi, Blanchard è stato per lungo tempo sostanzialmente ottimista sulla possibilità che il mercato stesse operando correttamente, ossia che gli squilibri verso l'estero dei paesi del Sud Europa potessero essere ripianati, secondo un ottimo intertemporale, grazie a incrementi della produttività e della produzione (Blanchard e Giavazzi, 2002). In seguito si è visto chiaramente che quegli squilibri erano insostenibili e anch'essi hanno cambiato idea. Questo cambiamento di prospettiva è positivo. Resta però un problema in sospenso, per tutti noi: un mercato finanziario che foraggia squilibri che poi si rivelano del tutto insostenibili, è un mercato intrinsecamente inefficiente e può essere fonte di gravi tensioni nelle relazioni internazionali. Questo problema, che tocca un nodo centrale del capitalismo del nostro tempo, praticamente non è stato affrontato. È una minaccia del tutto irrisolta, che potrebbe da un momento all'altro ripresentarsi.

In secondo luogo, passando dalle cause ai rimedi, a differenza di Blanchard, la mia opinione è che la deflazione dei salari non sia mai una valida soluzione. Anche quando ci si trovi dinanzi a importanti squilibri verso l'estero, la politica di deflazione dei salari e dei prezzi andrebbe comunque evitata e bisognerebbe cercare altre strade.

A Milano, su questo punto, Olivier si è dichiarato “al cento per cento d'accordo” con me (si veda il suo intervento in Blanchard e Brancaccio, 2019a). Egli ha ricordato che l'ostinazione con cui la Germania tiene l'inflazione interna a livelli relativamente bassi costituisce un grave

ostacolo al riequilibrio interno dell'Unione. Con la sua politica di contenimento dell'inflazione la Germania ha contribuito ad alimentare una pericolosa tendenza alla deflazione in molti altri paesi europei. Il fatto cioè che proprio il paese più forte dell'Unione abbia giocato al ribasso, in termini relativi, sui salari e sui prezzi, ha costretto ad attivare processi distruttivi di competizione al ribasso in gran parte dell'Europa. In questo senso egli ha suggerito, per l'Unione monetaria europea, una soluzione coordinata di livello sovranazionale in grado di scongiurare i rischi di deflazione. Ha sostenuto che la Germania dovrebbe finalmente accettare un'inflazione interna dei salari e dei prezzi più alta di quella attuale. Si tratta, per l'appunto, di una soluzione coordinata di tipo sovranazionale, in cui il paese più forte agirebbe in linea con l'interesse complessivo dell'Unione a scongiurare la deflazione.

Il problema è che questo tipo di soluzioni coordinate della crisi dell'integrazione europea non sembra oggi trovare condizioni politiche favorevoli (cfr. anche Rodrik, 2011). Su tale difficoltà, mi sia permesso di riportare una piccola testimonianza personale, relativa a un'esperienza che è stata per me molto istruttiva. Era il 2012, un momento in cui i partiti del socialismo europeo nutrivano forti aspettative di successo politico in Francia, in Germania e in Italia. In occasione della candidatura di François Hollande alla presidenza della repubblica francese, la *Foundation for European Progressive Studies*, emanazione del Partito Socialista Europeo, organizzò a Parigi, presso l'Assemblea nazionale, una conferenza finalizzata a elaborare un manifesto comune dei socialisti per la riforma in senso progressista della politica economica dell'Unione europea. Gli ex primi ministri francese e italiano, Laurent Fabius e Massimo D'Alema, invitarono anche me a partecipare a questa conferenza. Mi venne chiesto di presentare una proposta che avevo avanzato alcuni mesi prima e che in Italia era stata già inserita nei programmi politici del Partito democratico e di altre forze. A questa proposta avevo dato il nome di "standard retributivo europeo". In poche parole, essa consisteva nell'adozione di sanzioni nei confronti di quei paesi dell'Unione che, pur trovandosi in sistematico surplus commerciale verso l'estero, pretendevano di insistere con una politica di competizione relativa al ribasso dei salari e dei prezzi. In sostanza, lo "standard retributivo" non era altro che un meccanismo di coordinamento sovranazionale della contrattazione salariale per impedire che la Germania, il paese più forte dell'Unione, trascinasse tutti gli altri nella deflazione (Brancaccio, 2012). In quella sede la proposta raccolse consensi da parte dei rappresentanti di vari paesi: francesi, spagnoli, portoghesi, greci, e molti altri. A un certo punto, però, in questa armonia generale si levò la voce dei due rappresentanti tedeschi, del sindacato e della socialdemocrazia. Essi in buona sostanza affermarono: "Abbiamo apprezzato il suggerimento del professor Brancaccio. Il problema, però, è che Brancaccio non ha capito il funzionamento dell'Unione europea. L'Unione non è stata costruita su basi solidaristiche e di coordinamento, ma è stata costruita su basi competitive, e così è destinata a restare". Uno di essi poi aggiunse di essere in disaccordo anche con la più modesta proposta francese di istituire un salario minimo europeo. Dopo quegli interventi il clima della discussione cambiò in modo significativo. Alla fine di quella conferenza non uscì nessun manifesto comune. Non credo di esagerare affermando che quella per me quella fu una piccola lezione di vita. In quel momento mi resi conto che se persino gli eredi più o meno degni e diretti della tradizione del movimento operaio esaltavano le virtù della competizione salariale europea, molto difficilmente sarebbero emerse delle soluzioni sovranazionali per fronteggiare la crisi dell'Unione. Questo scenario non lascia presagire nulla di buono per le prospettive dell'integrazione europea. Vorrei essere chiaro su questo punto: se noi pensiamo che l'Eurozona dovrà affidarsi anche in futuro alla deflazione

per cercare di rimediare ai suoi squilibri interni e sopravvivere, ebbene io non soltanto sospetto che non sopravvivrà, ma non credo nemmeno sia opportuno sperare che sopravviva.

Perché insisto così tanto su questo aspetto: il motivo è che la storia ci insegna che il rimedio basato sulla deflazione dei salari è un rimedio pericoloso, che può avere ripercussioni violente sulla struttura economica come sugli assetti sociali e politici. Qualcuno ha sostenuto che proprio la deflazione fu una delle cause scatenanti dell'ascesa del nazismo. Ecco, la storia non si ripete, ma in quest'epoca di spaventose rimozioni collettive può essere utile ricordarla. In fondo proprio la memoria della deflazione come propulsore dell'ascesa di Hitler è stato uno dei motivi che ispirarono il “monito degli economisti” che pubblicammo con Dani Rodrik e molti altri sul *Financial Times*, qualche anno fa, e che consideriamo ancora attuale (Brancaccio et al., 2013). Dunque, io dico: bisogna evitare la deflazione, sempre e in ogni caso. Del resto, se ci pensiamo, escludere la deflazione dalla cassetta degli attrezzi degli economisti è stato esattamente uno degli insegnamenti di fondo della principale “rivoluzione” della politica economica che si sia mai realizzata in regime capitalistico: la “rivoluzione” che porta il nome di Keynes.

Proprio su Keynes, permettetemi un cenno ulteriore. Quando Blanchard e Summers evocano la possibilità di una “rivoluzione” della politica economica, in termini più o meno evidenti la loro fonte di ispirazione è Keynes. A tale riguardo, la domanda che un po' mi assilla, e che vorrei condividere con tutti voi, è questa: una “rivoluzione” della politica economica che in un modo o nell'altro si richiami a Keynes, è oggi realizzabile? Blanchard e Summers precisano che a loro avviso sarebbe un bene che tale “rivoluzione” avvenisse, ma poi aggiungono che essi non sono affatto certi che avverrà. Io temo che il loro dubbio sia fondato. Noi conosciamo Keynes come intellettuale progressista, uomo di Bloomsbury, fautore delle libertà civili e nemico dei *rentiers*. Ma tutte queste caratteristiche, a mio avviso, risultano dal fatto che Keynes fu figlio di un'epoca straordinaria, segnata da un grande conflitto di sistema fra capitalismo e socialismo. L'intelletto di Keynes venne chiaramente forgiato dall'antagonismo tra quei due grandi sistemi di vita sociale, le sue idee furono modellate su quella storica contesa, e il suo successo dipese dal fatto che egli tentò in un certo senso di incarnare una possibile sintesi dialettica di quella controversia. Non tutti i biografi rimarcano questo aspetto, eppure secondo me risulta decisivo e solleva delle domande importanti per l'oggi, per il tempo presente.

Perché vedete, noi siamo stati abituati a liquidare l'esperimento del socialismo realizzato come un disastro. Ovviamente ci sono diverse ragioni per questo giudizio: sappiamo che si è trattato di un esperimento colossale che, certo, ha accelerato la transizione di molti paesi da uno stadio di sviluppo poco più che medievale a uno stadio di industrializzazione moderna e di effettivo avanzamento civile, ma sappiamo pure che il socialismo realizzato è stato un laboratorio politico carico di errori e macchiato da orrori. D'altro canto, pure una totale rimozione del socialismo dal discorso politico può dar luogo a conseguenze indesiderate. Potremmo dire che quando la minaccia del “grande altro” socialista viene a mancare, diventa inevitabile chiedersi se in un tale, spaventoso vuoto dialettico possano mai realmente crearsi le condizioni politiche per una sintesi keynesiana. Ebbene, io temo di no. Temo, cioè, che la sintesi keynesiana del Novecento sia stata in ultima istanza una risultante diretta della minaccia socialista. Io temo che senza il pungolo del pericolo socialista, sia oggi davvero molto difficile che una sintesi keynesiana possa venire alla luce. Comunque la pensiamo, credo che questo sia un problema aperto per chiunque oggi tenti di rievocare Keynes. Credo quindi sia un problema aperto per molti di noi, e anche per Olivier Blanchard.

A tale riguardo, Olivier nel nostro dibattito di Milano sembra aver preso posizione su un punto fondamentale, indicando che non c'è alternativa al capitalismo (Blanchard e Brancaccio, 2019a). La sua proposta verte sulla ricerca di un giusto mix tra intervento statale e meccanismi spontanei del mercato, ma in un quadro generale di tipo essenzialmente capitalistico. Olivier accenna a una tesi che è tipica delle tradizioni di pensiero che escludono opzioni altre rispetto al mercato capitalistico. Egli infatti afferma che in un mondo così complesso, popolato da miliardi di individui, solo il libero mercato in ultima istanza può regolare, disciplinare e orientare i processi e le decisioni. È una tesi forte, che come è noto gode oggi di molto consenso. Eppure, a ben guardare, le evidenze scientifiche a favore di questa presa di posizione non sono chiarissime. La letteratura accademica sui sistemi economici comparati non ha fatto registrare grandi avanzamenti, negli ultimi anni. Non solo in ambito *mainstream*, ma anche nel campo degli approcci alternativi, non si avverte un grande interesse verso l'approfondimento di tale fondamentale questione. Tuttavia, anche senza espliciti riferimenti alla comparazione tra sistemi economici alternativi, c'è un dato che mi pare oggi sia largamente condiviso tra gli economisti delle diverse scuole di pensiero. Come del resto lo stesso Blanchard ha riconosciuto, il livello di instabilità dei meccanismi spontanei del mercato si è rivelato molto maggiore di quanto si immaginasse qualche anno fa. Su questo, l'accordo tra gli studiosi mi sembra oggi piuttosto ampio. Oltretutto, l'instabilità delle libere forze del mercato è risultata di tale portata da travalicare i confini stessi dell'economia, nel senso che sta generando importanti ripercussioni sugli stessi assetti sociali e politici. Questo è un punto di grande rilevanza, perché chiarisce che l'attuale sistema non solo è economicamente più instabile ma è anche politicamente più distruttivo di quanto si prevedesse qualche tempo fa.

Blanchard ha accennato ai sommovimenti sociali e politici che stanno attraversando la Francia e altri paesi. Egli ha richiamato l'attenzione sulle proteste in atto, e ha sottolineato che i manifestanti oggi rivendicano cose che sono al di là delle possibilità concrete della politica economica, dati i vincoli di sistema esistenti. Per esempio, Blanchard ha fatto notare che se un singolo paese aumenta la tassazione sui profitti delle società, accade poi che i capitali fuggono all'estero. Egli evoca la possibilità di un accordo internazionale per la tassazione delle società. In alternativa si potrebbero anche adottare controlli sui movimenti internazionali di capitale, che per altre ragioni egli stesso talvolta ha evocato. Tuttavia, non mi sembra che questo genere di provvedimenti sia all'ordine del giorno delle agende politiche. La conseguenza è che la tassazione delle società è vincolata dal rischio che i capitali e le aziende si spostino altrove. Ebbene, in questo scenario di rivendicazioni da un lato e di vincoli di sistema dall'altro, si fa concreta la minaccia che per tenere insieme le cose, per accettare l'instabilità economica ma reprimere l'instabilità sociale e politica, si finisca a un certo punto per ridurre i diritti: non solo i diritti sociali, che sono stati già fortemente ridimensionati, ma anche i diritti civili e politici. Per difendere il sistema dalla sua stessa instabilità, potrebbe cioè diventare necessario sacrificare qualcos'altro: vale a dire la democrazia, con le sue istituzioni e i suoi processi. Io credo che questa sia già una tendenza di questo tempo, che potrebbe tuttavia intensificarsi. Esistono evidenze di un fenomeno generale di centralizzazione dei capitali in sempre meno mani: a quanto pare, su questo punto Marx aveva avuto una giusta intuizione (Brancaccio et al., 2018b). Ma la tendenza del capitale a centralizzarsi costituisce una minaccia per la tenuta delle istituzioni democratiche. Il motivo di fondo è che quando il potere economico si concentra, prima o poi anche il potere politico e le relative istituzioni che lo sorreggono dovranno tendere verso la concentrazione. La centralizzazione dei capitali, dunque, può essere intesa come una delle forze economiche sottostanti le crisi sociali e politiche di questo tempo.

È questa una delle ragioni per cui tali crisi non possono esser liquidate quali meri fenomeni transitori. Il fatto stesso che l'ex capo economista del Fondo Monetario Internazionale abbia concluso il suo intervento a Milano evocando il pericolo di “future catastrofi” e sostenendo che urge trovare i modi per scongiurarle, mi sembra un'autorevole testimonianza delle tremende contraddizioni del nostro tempo.

Bibliografia

- Blanchard O. (2006), “European Unemployment: The Evolution of Facts and Ideas”, *Economic Policy*, 21 (45), pp. 6-59.
- Blanchard O. (2012), “The logic and fairness of Greece’s programme”, *Voxeu.org*, 23 marzo, disponibile alla URL: <https://voxeu.org/article/logic-and-fairness-greece-s-programme>.
- Blanchard O. (2016), *Macroeconomics*, 7a ed., London: Pearson.
- Blanchard O. e Brancaccio E. (2019a), “Pensare un’alternativa. Dialogo tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio”, *Micromega*, 2, pp. 7-30.
- Blanchard O. e Brancaccio E. (2019b), “Crisis and Revolution in Economic Theory and Policy: A Debate”, *Review of Political Economy* (Published online: 06 Aug 2019).
- Blanchard O. e Giavazzi F. (2002), “Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 33 (2), pp. 147-209, disponibile alla URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2002/06/2002b_bpea_blanchar.pdf.
- Blanchard O. e Summers L. (1986), “Hysteresis and the European Unemployment Problem”, *NBER Macroeconomics Annual*, 1 (Fall), pp. 15-78.
- Blanchard O. e Summers L. (2019), “Ripensare la politica macroeconomica: evoluzione o rivoluzione?”, *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 171-195.
- Blanchard O. e Summers L. (2017), “Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution?”, *NBER Working Paper*, n. 24179, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Blanchard O., Amighini A. e Giavazzi F. (2017), *Macroeconomics. A European Perspective*, 3a ed., London: Pearson.
- Brancaccio E. (2010), “On the Impossibility of Reducing the Surplus Approach to a Neo-Classical ‘Special Case’: A Criticism of Hahn in a Solowian Context”, *Review of Political Economy*, 22 (3), pp. 405-418.
- 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. e Bracci G. (2019), *Il discorso del potere. Il premio Nobel per l'economia tra scienza, ideologia e politica*, Milano: Il Saggiatore.
- Brancaccio E. e Califano A. (2018), *Anti-Blanchard Macroeconomics. A Comparative Approach*, Cheltenham (UK) e Northampton (MA, USA): Edward Elgar.
- Brancaccio E. e Fontana G. (2016), “‘Solvency Rule’ and Capital Centralisation in a Monetary Union”, *Cambridge Journal of Economics*, 40 (4), pp. 1055-1075.
- Brancaccio E. e Saraceno F. (2017), “Evolutions and Contradictions in Mainstream Macroeconomics: The Case of Olivier Blanchard”, *Review of Political Economy*, 29 (3), pp. 345-359.
- Brancaccio E., Realfonzo R., Rodrik D. et al. (2013), “The Economists’ Warning: European Governments Repeat Mistakes of the Treaty of Versailles”, *Financial Times*, 23 September (www.theeconomistswarning.com).
- Brancaccio E., Garbellini N. e Giammetti R. (2018a), “Structural Labour Market Reforms, GDP Growth and the Functional Distribution of Income”, *Structural Change and Economic Dynamics*, 44 (marzo), pp. 34-45.
- Brancaccio E., Giammetti R., Loppreite M. e Puliga M. (2018b), “Centralization of Capital and Financial Crisis: A Global Network Analysis of Corporate Control”, *Structural Change and Economic Dynamics*, 45 (giugno), pp. 94-104.
- Dobb M. (1973), *Theories of Value and Distribution since Adam Smith. Ideology and Economic Theory*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Hahn F. (1982), “The Neo-Ricardians”, *Cambridge Journal of Economics*, 6 (4), pp. 353-374.
- Kurz H. e Salvadori N. (1995), *Theory of Production. A Long-Period Analysis*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Rodrik D. (2011), *The Globalization Paradox. Democracy and the Future of the World Economy*, New York and London: W.W. Norton.



Moneta e Credito

vol. 72 n. 287 (settembre 2019)

Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio

Blanchard e Summers: rivoluzione o conservazione?

ROBERTO CICCONE e ANTONELLA STIRATI*

Abstract:

E' a nostro avviso positivo che autori come Blanchard e Summers giudichino necessario un cambiamento nell'analisi del funzionamento dei sistemi economici, e mentre rispetto all'alternativa tra "evoluzione" e "rivoluzione" da essi prospettata opteremmo certamente per la seconda, riteniamo che il rinnovamento richiesto sia di grado ancora superiore a quanto gli autori contemplino. Forti ragioni teoriche, oltre che empiriche, spingono ad abbandonare definitivamente l'idea, propria dell'analisi tradizionale, secondo cui in un'economia di mercato esisterebbero forze in grado di mantenere i livelli di attività vicini al "prodotto potenziale", con le conseguenti implicazioni per la politica economica, e in particolare fiscale.

We welcome that authors such as Blanchard and Summers believe it is time for a change in the analysis of the functioning of economic systems. On the other hand, while in respect to the alternative between "evolution" and "revolution" proposed by them we would definitely opt for the latter, in our view the rethinking required is even greater than the authors contemplate. Strong theoretical as well as empirical reasons call for the total abandonment of the idea, typical of traditional analysis, that in a market economy there are forces capable of maintaining activity levels close to the "potential product", with consequent implications for economic policy, and in particular fiscal policy.

Ciccone: Università Roma Tre
email: roberto.ciccone@uniroma3.it
Stirati: Università Roma Tre
email: antonella.stirati@uniroma3.it

Per citare l'articolo:

Ciccone R., Stirati A.: (2019), "Blanchard e Summers: rivoluzione o conservazione?", *Moneta e Credito*, 72 (287): 207-218.

DOI: https://doi.org/10.13133/2037-3651_72.287_4

JEL codes:

D33, E11, E24, E62

Keywords:

critique of Neo-Classical theory; Classical view; effective demand; potential output

Homepage della rivista:

<http://www.monetaecredito.info>

1. Introduzione: un'alternativa all'analisi economica dominante

Chi scrive non può che dare il benvenuto al fatto che un autore come Blanchard si presti a un confronto aperto con approcci teorici alternativi, come è avvenuto nel dibattito di Milano con Brancaccio (Blanchard e Brancaccio, 2019). Così come vediamo con favore che Blanchard e Summers (d'ora in avanti B&S), nel saggio da noi assunto a premessa e traccia per questa discussione (B&S, 2017),¹ ritengano necessario un cambiamento nell'analisi del funzionamento dei sistemi economici, e cioè in quella cui i due autori ripetutamente si

* Contributo al numero speciale di *Moneta e Credito* dal titolo "Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio", ispirato dal dibattito tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio tenutosi presso la Fondazione Feltrinelli a Milano il 18 dicembre 2018. Numero a cura di Emiliano Brancaccio e Fabiana De Cristofaro. Roberto Ciccone è presidente del Centro di Ricerche e Documentazione "Piero Sraffa". Antonella Stirati è presidente dell'Associazione Italiana per la Storia dell'Economia Politica - STOREP.

¹ Il saggio di Blanchard e Summers pubblicato in questo numero di *Moneta e Credito* (B&S, 2019) è la traduzione italiana di una versione successiva e parzialmente modificata di B&S (2017). Come detto nel testo, quest'ultima è la versione da noi considerata nella stesura del presente intervento, alla quale si fa pertanto qui riferimento.



riferiscono come 'macroeconomia' – sebbene, incidentalmente, sarebbe forse più appropriato dire che il cambiamento invocato debba riguardare la teoria economica *tout court*, essendo questa, in ogni suo aspetto, ad avere per oggetto il modo di operare di un'economia capitalistica. E di fronte al tipo di alternativa che B&S prospettano per quel cambiamento, "evoluzione" o "rivoluzione", opteremmo certamente per la seconda. Ma a nostro avviso il cambiamento richiesto è di grado ancora superiore rispetto a quanto B&S contemplino in entrambe le ipotesi.

Riteniamo che vi siano forti ragioni teoriche, oltre che empiriche, che spingono ad abbandonare l'idea, attualmente prevalente, secondo cui in un'economia di mercato, o capitalistica, esistono forze in grado di mantenere i livelli di attività vicini a quello che viene spesso definito il suo "prodotto potenziale" – vale a dire il prodotto corrispondente alla piena occupazione delle risorse disponibili, o, con riferimento al lavoro, alla variante apparentemente più concreta del tasso "naturale" o "non inflazionistico" di disoccupazione.

A livello di teoria pura, quella visione discende dall'equilibrio generale neoclassico, nel quale, posta la flessibilità di prezzi e salari, forze di domanda e di offerta dei 'fattori di produzione' tendono a produrre sistemi di quantità e prezzi in grado di eguagliare impiego e disponibilità di risorse. Il sistema di relazioni che contraddistingue quella impostazione teorica determina quindi al tempo stesso sia le remunerazioni dei 'fattori', vale a dire salari reali e tassi di interesse, sia livello e composizione dell'*output*. La domanda aggregata risulta pertanto 'passiva' rispetto alle condizioni di offerta dettate dalle quantità di risorse disponibili, in quanto i meccanismi di prezzo ne adeguerebbero il livello a quello del prodotto potenziale.

In quella struttura teorica è quindi escluso che i livelli di produzione e di occupazione possano essere sistematicamente limitati da insufficienze di domanda, l'eventuale verificarsi delle quali è circoscritto alle fasi basse delle fluttuazioni cicliche, ossia a circostanze di breve periodo, oppure a specifiche situazioni di rigidità dei prezzi. Sono evidenti le implicazioni cruciali della visione ora delineata per le politiche economiche: tipicamente, in questa epoca storica, e in particolare in Europa, con riguardo alla politica fiscale, con la spesa pubblica generalmente considerata incapace di esercitare un'influenza persistente sul prodotto, il cui livello di lungo periodo viene fatto coincidere con il suo "potenziale", interamente regolato da fattori di offerta.

Come si è osservato, nel sistema teorico neoclassico lo stesso insieme di relazioni determina distribuzione del reddito, salario reale e tasso di rendimento del capitale – e livelli di attività. Una diversa 'macroeconomia', intendendo con questo una impostazione analitica compatibile con la possibilità che in generale, e indipendentemente da rigidità di prezzi e salari, i livelli di produzione siano limitati dalla domanda, deve allora necessariamente associarsi ad una spiegazione della distribuzione alternativa a quella neoclassica.

La critica della teoria neoclassica relativa alla nozione e al ruolo analitico del capitale, e la moderna ripresa dell'approccio classico alla teoria della distribuzione – spesso sviluppate a partire dai fecondi contributi iniziali di Piero Sraffa (1951; 1960) – costituiscono a nostro avviso elementi fondamentali per una vera "rivoluzione" nell'analisi economica.

Sul piano della critica, la dimostrata possibilità di fenomeni quali il "ritorno delle tecniche" e l'"approfondimento inverso del capitale" (Pasinetti, 1966; Garegnani, 1975) contraddice un precetto fondamentale della teoria, il "principio di sostituzione" dei fattori della produzione. E con il principio di sostituzione viene meno il fondamento analitico generale delle funzioni decrescenti di domanda di fattori, cruciali per la spiegazione neoclassica della distribuzione. Ma appunto a causa della ineliminabile connessione tra quella spiegazione della distribuzione

e la associata determinazione del livello del prodotto totale, la critica della teoria neoclassica della distribuzione è al tempo stesso una critica della determinazione neoclassica dei livelli di attività.

Tale duplice aspetto della critica si manifesta efficacemente nei confronti di una relazione tra le più generalmente adottate proprio nella macroeconomia: la funzione degli investimenti, inversa rispetto al tasso dell'interesse. Nella logica della teoria quella funzione altro non è che la proiezione in termini di flussi della domanda di capitale come stock: la mancanza di basi analitiche per quest'ultima funzione di domanda (come, analogamente, per una funzione di domanda di lavoro inversa rispetto al saggio del salario) si estende di conseguenza alla funzione di domanda di investimenti. Sul piano della distribuzione risulta allora compromessa la tradizionale spiegazione del saggio dell'interesse in termini di equilibrio di offerta di risparmi e domanda di investimenti; corrispondentemente, sul piano del prodotto totale non è legittimo presumere che le variazioni del saggio dell'interesse siano in grado di adeguare gli investimenti ai risparmi generati dal reddito di pieno impiego – ovvero, siano in grado di adeguare la domanda aggregata al prodotto potenziale.²

Nell'aspetto costruttivo della 'rivoluzione' entra in primo luogo la ripresa e lo sviluppo dell'approccio classico alla distribuzione, chiarito nei suoi elementi fondamentali e nella sua radicale diversità analitica dalla teoria marginalista, o neoclassica (Garegnani, 1984). In tale approccio la spiegazione della distribuzione del prodotto si basa sulle circostanze storico-sociali proprie dell'economia considerata, circostanze che secondo gli economisti classici costituivano le determinanti dei salari reali. Una caratteristica cruciale della spiegazione classica della distribuzione è che, a differenza dell'equilibrio neoclassico di domanda e offerta, essa è compatibile con presenza di disoccupazione di lavoro non meramente temporanea, essendo anzi la "normalità" della disoccupazione una delle condizioni rilevanti per la posizione contrattuale dei lavoratori, e quindi per gli assetti sociali che influiscono sui livelli salariali (Stirati, 1992; Levrero, 2018).

Nella impostazione classica le relazioni tra distribuzione e sistema dei prezzi non hanno implicazioni univoche per i livelli di produzione, e tanto meno sono tali da garantire la tendenza alla piena occupazione delle risorse. L'autonomia della domanda rispetto alla produzione potenziale può essere perciò coerentemente considerata come una caratteristica generale di un'economia capitalistica, indipendente dalla maggiore o minore flessibilità del sistema dei prezzi, e presente sia nel breve che nel lungo periodo. La 'rivoluzione' che proponiamo consiste allora nell'adottare un contesto analitico in cui la determinazione classica della distribuzione si combina con il principio keynesiano della domanda effettiva, con reciproco vantaggio sia in solidità teorica che in generalità – il superamento, da un lato, della primitiva Legge di Say e, dall'altro, il supporto più ampio e robusto per il ruolo della domanda rispetto a quello sul quale Keynes aveva tentato di stabilirlo, posta l'assenza, al tempo, di una visibile alternativa alla teoria dominante della distribuzione (Garegnani, 1978-1979).

2. Blanchard e Summers: cambiamento o conservazione?

Le prese di distanza dall'analisi *mainstream* che troviamo nel saggio di B&S (2017), come anche nell'intervento di Blanchard durante il dibattito con Brancaccio (in Blanchard e

² Cfr Petri (2004, cap. 7), per una discussione critica della letteratura teorica relativa alla funzione di investimento.

Brancaccio, 2019), pur in alcuni casi condivisibili, non sembrano tuttavia inscrivere in un disegno complessivo che si muova nella direzione di una visione alternativa. E ciò in quanto le obiezioni che essi formulano non sono mai indirizzate alle fondamenta dell'impostazione dominante, la fiducia nelle quali appare talvolta essere ribadita anche piuttosto esplicitamente.

Così, da un lato, secondo B&S l'inflessibilità dei salari nominali verso il basso avrebbe "fortemente limitato il consueto processo di adeguamento dei salari e dei prezzi all'elevata disoccupazione" (B&S, 2017, p. 16, traduzione nostra). Per un altro verso, prospettando nella diminuzione del saggio di rendimento del capitale una possibile spiegazione per il livello storicamente basso dei tassi di interesse, B&S rivolgono l'attenzione all'attenuazione neoclassica del saggio di remunerazione del capitale, cui viene qui fatto riferimento in termini di equilibrio dei flussi di risparmi e investimenti, riappare quando, menzionando la tesi della "stagnazione secolare", B&S ipotizzano che il basso saggio di rendimento del capitale, identificato con il 'prodotto marginale del capitale',³ rifletta "un eccesso di accumulazione a livello globale" (*ibid.*, p. 29, trad. nostra) – di nuovo, dunque, l'equilibrio di domanda e offerta di capitale, quest'ultimo considerato ora nella dimensione di stock. Si può rilevare, peraltro, una possibile incoerenza analitica interna alla visione neoclassica tra l'ipotizzata caduta del saggio di rendimento di equilibrio del capitale e l'idea di B&S, menzionata poco sopra, che la rigidità verso il basso dei salari monetari non consenta l'appropriato processo di aggiustamento di salari e prezzi – con riduzione del salario reale presumibilmente sottintesa – in risposta alla elevata disoccupazione. Al diminuire della remunerazione del capitale per effetto dell'ipotizzato aumento della disponibilità relativa di capitale corrisponderebbe, nel sistema teorico neoclassico, un'aumentata scarsità relativa di lavoro, e il conseguente *aumento* del salario reale di equilibrio: appare pertanto contraddittorio vedere al tempo stesso nella resistenza dei salari a diminuire un ostacolo a quelle che sarebbero altrimenti le spontanee variazioni del sistema dei prezzi.

3. La questione dell'isteresi: esiste un prodotto potenziale indipendente dalla domanda aggregata?

Un punto molto interessante che emerge periodicamente, sulla scia della forza dei fatti, nel dibattito *mainstream* e anche nel contributo di B&S di cui qui discutiamo, è a nostro parere rivelatore delle difficoltà dell'approccio dominante e dei suoi limiti. Si tratta della questione della *isteresi*, e cioè degli effetti persistenti (o permanenti) che variazioni della domanda aggregata possono avere non solo sul prodotto effettivo ma sullo stesso prodotto potenziale, e sul corrispondente tasso di disoccupazione di equilibrio (NAIRU, Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment).

Come già detto, la visione prevalente in macroeconomia è che variazioni della domanda aggregata generino esclusivamente fluttuazioni di breve periodo intorno al prodotto potenziale, visto come determinato da fattori di offerta (popolazione, tecnologia) e, nei modelli 'neo-keynesiani', da elementi istituzionali che causano rigidità di prezzi e salari. Il prodotto potenziale sarebbe dunque, da un punto di vista teorico, indipendente dalla domanda aggregata, e sul suo andamento nel tempo influirebbero appunto esclusivamente fattori di offerta tecnologici, demografici e istituzionali. Questa è ad esempio la base teorica della

³ Ma, come è emerso nel dibattito sulla teoria del capitale, "non vi è definizione alcuna del capitale la quale permetta di affermare che il suo prodotto marginale [...] sia pari al saggio dell'interesse" (Garegnani, [1970] 1975, p. 101).

indicazione, da parte delle istituzioni europee e internazionali, che la crescita può essere perseguita solo mediante 'riforme strutturali', e *in primis* la rimozione degli ostacoli alla flessibilità di prezzi e salari.

Nel saggio pubblicato in questo numero, così come anche altrove (cfr. Blanchard *et al.*, 2015) B&S esprimono talvolta dubbi circa la *piena* validità di questa visione. In particolare, alla luce dei cambiamenti duraturi nella traiettoria del PIL dopo la crisi del 2008 in vari paesi, i due autori si chiedono se ciò possa essere spiegato da una marcata lentezza nell'aggiustamento del prodotto effettivo a quello potenziale (con quest'ultimo indipendente dalla recessione stessa), oppure se 'shock' di domanda aggregata, in particolare associati a crisi finanziarie, possano modificare persistentemente lo stesso prodotto potenziale e il corrispondente tasso di disoccupazione di equilibrio (NAIRU) – come del resto indicherebbero le stime di quelle grandezze elaborate dalle istituzioni internazionali dopo la crisi (cfr. Ball, 2014).

Al di là delle obiezioni che possono formularsi nei confronti della definizione di prodotto potenziale generalmente adottata e dei metodi adottati per stimarlo,⁴ la possibilità che esso sia influenzato dalla domanda aggregata, e di conseguenza non dipenda unicamente da fattori di offerta, è evidentemente questione centrale, sulla quale, come accennato, la forza della realtà sta stimolando la discussione anche nella macroeconomia tradizionale. A nostro parere le interpretazioni fornite all'interno di quel contesto teorico sono tuttavia spesso poco soddisfacenti sul piano analitico e scarsamente coerenti coi fatti. Per contro, l'impostazione alternativa precedentemente delineata è in grado di offrire una spiegazione immediata e diretta della persistenza degli effetti della domanda aggregata, con rilevanti conseguenze per la politica economica – delle quali si dirà meglio nella sezione seguente.

Come precedentemente osservato, nelle analisi *mainstream* l'aggiustamento della domanda aggregata verso un prodotto potenziale indipendentemente determinato si basa in modo cruciale sulla sensibilità della domanda aggregata stessa, e in particolare degli investimenti, al tasso di interesse. I modelli macroeconomici generalmente utilizzati determinano le necessarie variazioni del tasso di interesse mediante meccanismi endogeni di variazione del livello dei prezzi e dei saldi monetari reali (come nel modello 'IS-LM'), oppure attraverso la risposta della Banca Centrale che reagisce a deviazioni dell'inflazione e/o del PIL dai valori di equilibrio (regola di Taylor, modelli a tre equazioni). Poiché tale meccanismo di aggiustamento mediante l'influenza del tasso di interesse sulla domanda aggregata *non* viene messo in discussione quando si cerca di spiegare l'isteresi, quest'ultima è generalmente ricondotta o a rigidità/vischiosità di salari nominali e prezzi, incluso lo *zero lower bound* del tasso di interesse, che ne impedirebbero il funzionamento (cfr. B&S, 2017, pp. 16 e 19), oppure a rigidità dei salari reali determinate dalla interazione tra 'shock' e istituzioni come nei modelli 'insider-outsider' (B&S, 1986). Quest'ultima interpretazione, molto popolare anche in Italia negli anni 1990 e primi anni 2000, non ha però trovato conferme empiriche, data la apparente assenza di relazione tra istituzioni del mercato del lavoro e andamenti occupazionali (cfr. Brancaccio *et al.*, 2018) – tanto che gli stessi Blanchard e Summers appaiono oggi scarsamente inclini a riproporla (Blanchard *et al.*, 2015, p. 12).

A nostro parere un primo limite delle spiegazioni *mainstream* dell'isteresi è quindi che da ultimo questa sarebbe comunque determinata dall'innescarsi di 'rigidità' che ostacolano il processo di aggiustamento verso l'equilibrio preesistente. Altri limiti sono costituiti dal fatto che essa viene talvolta associata a circostanze particolari, quali la natura finanziaria delle crisi.

⁴ Cfr. Palumbo (2015); Fontanari *et al.* (2019); Stirati e Paternesi Meloni (2018).

Il fenomeno, inoltre, è per lo più ricondotto a episodi di recessione, e solo eccezionalmente si contempla la possibilità che aumenti di domanda abbiano effetti espansivi persistenti.

L'evidenza empirica, prodotta anche da studiosi di impostazione *mainstream* nonché dagli stessi B&S in alcuni loro lavori, suggerisce tuttavia che gli effetti persistenti di variazioni di domanda aggregata siano una circostanza piuttosto generale, e quindi non strettamente associata alla natura finanziaria delle crisi o alla sussistenza di un limite inferiore alla discesa dei tassi di interesse (cfr. ad es. Blanchard *et al.*, 2015; Fatás e Summers, 2016; Blanchard, 2018). Risultati in tale direzione emergono anche dalla letteratura empirica legata ai modelli di 'ciclo economico reale', che ha variamente mostrato come le fluttuazioni del PIL siano associate a cambiamenti quantomeno molto persistenti, se non permanenti, dei sentieri di crescita – per cui il trend non sarebbe indipendente dal ciclo (ci si riferisce qui al dibattito sulle 'radici unitarie' del PIL). Ciò è stato interpretato come evidenza che ciclo e trend trovano origine negli stessi fenomeni, e quindi, secondo la letteratura del ciclo economico reale, in fattori 'di offerta' per lo più tecnologici. Come è già stato fatto notare da Fatás e Summers (2016), la relazione così osservata potrebbe invece essere letta come evidenza che la causa comune di trend e ciclo stia piuttosto nei livelli e nelle variazioni della domanda aggregata. Da notare, infine, la presenza di lavori che hanno messo in luce gli effetti persistenti di *espansioni* della domanda sul prodotto e su altre grandezze macroeconomiche (Ball, 2009; 2014; Girardi *et al.*, 2018).

Come già accennato, ed evidenziato anche da Emiliano Brancaccio nel suo *Anti-Blanchard* (2017, pp. 44 e ss.; cfr. anche Brancaccio e Califano, 2018), la persistenza di livelli di domanda insufficienti ad assorbire il prodotto potenziale scaturisce in via pressoché immediata non appena si metta in discussione la sistematica dipendenza della domanda aggregata, e in particolare degli investimenti, dal tasso di interesse – vale a dire la generale esistenza di quei meccanismi di aggiustamento della domanda aggregata al prodotto potenziale (determinato da fattori di offerta) che giocano un ruolo fondamentale nella teoria dominante. Si è già prima fatto riferimento alla debolezza teorica delle curve di domanda dei fattori produttivi che sottendono la tradizionale supposta dipendenza degli investimenti dal tasso di interesse. D'altro lato, di nuovo la 'forza dei fatti' e i risultati di numerosi lavori empirici hanno spesso indotto anche economisti *mainstream* di primissimo piano a riconoscere che gli investimenti (e di conseguenza la domanda aggregata nel suo complesso) non mostrano grande sensibilità al tasso di interesse, se non nella componente della edilizia residenziale (Blanchard, 1986; Blinder, 1997, tra gli altri). Come ha osservato Krugman, "uno dei piccoli segreti della politica monetaria è che normalmente ha effetto sul mercato immobiliare, *con scarso impatto diretto sugli investimenti delle imprese*" (Krugman, 2014, trad. nostra, corsivo aggiunto).

Che cosa regoli il livello degli investimenti (privati) è dunque questione assolutamente centrale alla comprensione del ruolo della domanda aggregata nella determinazione del prodotto e dell'occupazione, nonché per l'analisi del processo di crescita. Detta questione dovrebbe pertanto costituire oggetto prioritario di discussione e confronto tra economisti di tutte le tradizioni, con forte attenzione sia al rigore teorico che alle evidenze empiriche.

4. La politica economica

Passando a considerare le politiche economiche, e per prima la politica monetaria, si è poco sopra accennato ai dubbi di tanto in tanto sollevati anche da autori appartenenti al

mainstream, e dallo stesso Blanchard, sulla capacità del tasso dell'interesse di regolare la domanda aggregata. Nondimeno nel loro saggio B&S continuano in ultima analisi a fare affidamento sulla tradizionale relazione inversa che dovrebbe legare le due variabili. Ciò si può evincere, ad esempio, dal fatto che, con riguardo all'ostacolo per l'efficacia della politica monetaria costituito dal '*lower bound*' del tasso *nominale* di interesse, molta della loro discussione ha a che fare con la capacità delle autorità monetarie di generare aspettative di più elevati tassi futuri di inflazione, al fine di determinare una caduta del tasso *reale* di interesse – essendo implicitamente questo il tasso considerato rilevante nelle decisioni di investimento.

Nella prospettiva teorica alternativa che abbiamo precedentemente configurato, invece, l'assenza di una generale dipendenza degli investimenti dal tasso di interesse sottrae alla politica monetaria il suo principale e tradizionale canale di influenza sui livelli di produzione e occupazione, in particolare ai fini dell'uscita da situazioni di depressione. Ciò non toglie che, come si osserverà tra breve, anche in un contesto analitico diverso da quello tradizionale continuerebbe a esistere un ruolo cruciale che le autorità monetarie sarebbero chiamate a svolgere nell'ambito della politica economica complessiva.

Con riguardo alla politica fiscale, il nostro punto di vista ci fa naturalmente guardare con favore al sostegno che B&S danno ad un uso più ampio e aggressivo di questo tipo di intervento al fine di superare la fase attuale di bassi livelli di attività e di occupazione. L'apprezzamento è accresciuto dal fatto che questa posizione appare maggiormente aperta all'adozione di politiche espansive, in situazioni di effettiva o potenziale recessione quale quella in cui si trova attualmente l'Italia, rispetto a quanto più spesso si ritiene ammissibile per il nostro Paese. Difficile infatti incontrare, con riferimento all'attualità dell'Italia, osservazioni paragonabili a quelle in cui B&S prospettano, in presenza di bassi tassi di interesse, "un'aumentata necessità dell'uso della politica fiscale a fini di stabilizzazione" e, al tempo stesso, "maggiore spazio per utilizzare la politica fiscale a tali scopi", fino a sostenere che "nella misura in cui l'aumento della produzione effettiva porti ad un incremento della produzione potenziale, è possibile che la spesa pubblica si ripaghi da sola, determinando una diminuzione del rapporto debito/PIL anche nel lungo periodo" (B&S, 2017, p. 32, trad. nostra). Significativa è anche la preoccupazione con cui Blanchard rileva che, successivamente all'espansione fiscale che in molti paesi ha consentito di attenuare gli effetti della crisi, "la maggior parte dei paesi è tornata alla precedente politica fiscale, che era una politica di austerità tesa a diminuire il deficit e a limitare l'aumento del debito" (Blanchard in Blanchard e Brancaccio, 2019, p. 20).

Resta tuttavia che sul piano analitico, e quindi nella visione complessiva di B&S, quelle 'deviazioni' rispetto a linee di pensiero più strettamente ortodosse non si accompagnano a un superamento delle posizioni tradizionali. Non senza qualche incoerenza rispetto a quanto essi stessi sostengono circa i possibili effetti persistenti della domanda sui livelli di attività, in vari punti del loro saggio il ruolo attribuito alla politica fiscale appare limitato alla sola funzione anticiclica. La politica fiscale non sarebbe invece in grado di influire positivamente sul trend di lungo periodo del prodotto, e potrebbe anzi esercitare effetti riduttivi su di esso. Così, riferendosi alla spesa pubblica in deficit, e al conseguente aumento del debito pubblico, gli autori affermano che tale misura, pur se espansiva nel breve periodo, "in ultimo porterà a minore accumulazione di capitale" (B&S, 2017, p. 31, trad. nostra). E ancora, essi sostengono che l'opportunità di effettuare investimenti pubblici dovrebbe essere valutata sulla base del confronto "tra il tasso di rendimento degli investimenti pubblici e il costo opportunità dello spiazzamento di consumi e investimenti privati" (*ibid.*, p. 32, trad. nostra, corsivo aggiunto).

Nel sottoscrivere la concezione secondo cui la spesa pubblica (quale ne sia la forma di finanziamento) 'spiazzerebbe' componenti di spesa privata, B&S aderiscono al postulato, proprio della impostazione teorica neoclassica, per il quale in virtù del libero funzionamento del sistema dei prezzi il prodotto complessivo oscillerebbe intorno al suo livello potenziale. Come si è già sottolineato, entro un quadro teorico diverso dal *mainstream* in cui si ammetta che in generale, e in assenza di interventi, un'economia capitalista è caratterizzata da una sistematica insufficienza di domanda, la spesa del settore pubblico viene invece a costituire una componente *aggiuntiva* della domanda aggregata, in grado di innalzare permanentemente i livelli di produzione e occupazione. In tale prospettiva non soltanto non esiste necessità di *trade-off* tra spesa pubblica e spesa privata ma, come viene di seguito illustrato, risultano radicalmente differenti le implicazioni del finanziamento in deficit della spesa pubblica.

Così, se si guarda agli effetti per il settore privato, la spesa pubblica in deficit genera (mediante più elevati livelli di reddito) risparmio privato aggiuntivo, che non si sarebbe altrimenti formato; in altri termini, il volume del risparmio privato si espande fino ad eguagliare la somma di deficit e investimenti privati, le cui rispettive dimensioni non sono perciò messe in concorrenza da alcuna 'scarsità' del risparmio stesso. Relazioni dello stesso genere valgono per le corrispondenti grandezze stock: il debito pubblico costituisce ricchezza che il settore privato accumula quale somma dei flussi di risparmio generati dalla sequenza dei deficit pubblici.⁵ I titoli pubblici presenti nei portafogli privati costituiscono quindi una componente della ricchezza privata che si aggiunge, e nulla deve sottrarre, alle altre forme di attività detenute dal settore privato, inclusi gli asset reali (mezzi di produzione, immobili, ecc.).

In questa prospettiva è importante considerare come riduzioni del debito pubblico ottenute mediante avanzi di bilancio si risolvano in un'equivalente riduzione della ricchezza del settore privato nel suo complesso, analogamente all'effetto aggregato che verrebbe prodotto da un mero *ripudio* del debito da parte del governo emittente. Oltre agli effetti più direttamente restrittivi sui flussi di domanda e produzione, una simile manovra avrebbe dunque un 'effetto ricchezza' negativo, che potrebbe ulteriormente influire sui livelli di attività.

Riconoscere l'effetto della politica fiscale sui livelli di domanda, e quindi di produzione, ha conseguenze rilevanti anche con riguardo al rapporto tra debito pubblico e prodotto interno, spesso considerato misura significativa della dimensione del debito stesso e come tale oggetto di prescrizioni indirizzate a singoli paesi anche da parte di istituzioni internazionali. Politiche fiscali restrittive, mirate a ottenere una diminuzione del rapporto, potrebbero tuttavia produrre un risultato opposto qualora l'effetto riduttivo sullo stock del debito sia proporzionalmente minore di quello che subirebbe il prodotto interno – circostanza evidentemente tanto più probabile quanto maggiore sia la dimensione del debito rispetto alla dimensione del prodotto,⁶ e quindi, paradossalmente, proprio quando più forti possono essere le pressioni per politiche 'di rientro'.

Pur preventivandone un effetto a lungo termine negativo sulla accumulazione di capitale, B&S considerano comunque ammissibile il finanziamento in deficit della spesa pubblica nel caso in cui il tasso di interesse sul debito pubblico si mantenga inferiore al tasso di crescita del prodotto interno, così che il rapporto debito/prodotto non sia destinato a crescere indefinitamente.

⁵ Cfr. Ciccone (2012, pp. 90 ss.).

⁶ Cfr. Ciccone (2013). Possibili effetti 'perversi' di politiche fiscali restrittive sul rapporto debito-PIL sono state evidenziate anche da De Long e Summers (2012); Fatás e Summers (2016); Nuti (2013).

A questo riguardo appare certamente condivisibile che un basso tasso d'interesse sul debito pubblico rientri negli interessi generali della politica economica, e della politica *tout court*. Quella condizione limita infatti la crescita 'endogena' del debito, e quindi degli stessi pagamenti per interessi, i quali rappresentano esborsi del Tesoro di natura 'contrattuale', e come tali sottratti alla deliberazione politica. Di più, ove emergesse l'opportunità o necessità di ridurre la dimensione del deficit pubblico, la rigidità dei pagamenti per interessi scaricherebbe l'onere dell'aggiustamento fiscale su categorie di spesa con maggiore legittimità politica e sociale, oltre che presumibilmente dotate di più elevati valori dei moltiplicatori. Contribuire al finanziamento del debito pubblico a tassi d'interesse relativamente bassi costituisce appunto quel compito fondamentale nel contesto della politica economica del Paese che, come si è precedentemente accennato, le autorità monetarie sarebbero utilmente chiamate a svolgere. Un compito peraltro a lungo attribuito loro in passato.

Tornando alla questione inizialmente menzionata, il dissenso con B&S sta nel fatto che nel saggio i due autori non sembrano contemplare la possibilità di una decisa influenza della politica economica né sul tasso dell'interesse sul debito pubblico, né sul tasso di crescita del prodotto. Per il tasso sulle attività finanziarie 'sicure', B&S offrono due spiegazioni alternative. Nella prima esso è concepito come quota del saggio sul rendimento del capitale al netto della remunerazione del rischio (B&S, 2017, p. 18); in tal caso, dato il compenso per il rischio, esso sarebbe determinato dal saggio di rendimento del capitale (che, come abbiamo già notato, B&S non esitano a individuare nel 'prodotto marginale del capitale': *ibid.*, p. 5). Alternativamente, B&S menzionano circostanze che parrebbero influire autonomamente sulla domanda o sull'offerta di attività 'prive di rischio' (*ibid.*, p. 18), e quindi sul loro rendimento (incidentalmente, senza notare come la determinazione a quel punto meramente residuale del compenso per il rischio possa svuotare di significato tale quota del rendimento del capitale). Tra quelle circostanze, "la regolamentazione finanziaria" e "più alti coefficienti di liquidità per le banche" sono le sole che paiono poter riflettere una influenza, per quanto indiretta, della politica monetaria.

Per il tasso di crescita del prodotto, B&S non danno esplicite indicazioni circa le sue determinanti, ma questo silenzio, e il complessivo contesto teorico in cui essi si muovono, consentono di presumere che, nonostante i loro contributi sulla possibilità di 'isteresi' – cioè di cambiamenti persistenti del prodotto determinati da variazioni della domanda aggregata – dei quali si è discusso nella sezione precedente, in ultima analisi i due autori non si discostino dalla tradizionale concezione neoclassica che vede la crescita regolata dal lato dell'offerta. Se invece si vede nella domanda il propulsore del trend di lungo periodo dei livelli di attività, anche tramite gli effetti indotti sulla accumulazione di capitale,⁷ il tasso di crescita del prodotto diventa una variabile sulla quale la politica fiscale, e in particolare i livelli e i ritmi di aumento della spesa pubblica, possono esercitare una rilevante influenza diretta. Un eventuale obiettivo di eccedenza del tasso di crescita rispetto al tasso di interesse sul debito pubblico potrebbe allora essere perseguito tramite questa via,⁸ oltre che per mezzo dell'accennato controllo del livello del tasso di interesse.

Per concludere, l'insoddisfacente stato dell'analisi economica e l'inefficacia, se non dannosità, delle politiche che ne discendono richiedono, a nostro avviso, un cambiamento di paradigma ben più radicale di quelli contemplati da B&S. Troviamo perciò difficile immaginare una 'sintesi' dei due tipi di proposta che possa risultare coerente. Del resto lo stesso Blanchard,

⁷ Cfr. Garegnani e Palumbo (1998).

⁸ Cfr. Ciccone (2002, cap. 2).

nella parte conclusiva del suo intervento al dibattito di Milano con Emiliano Brancaccio, sembra escluderlo, quando afferma: “È utile che ci siano persone che promuovono punti di vista diversi dal *mainstream*, perché a volte hanno ragione. Allo stesso tempo, però, io credo ancora che la strada cui il *mainstream* sta guardando sia quella giusta” (Blanchard e Brancaccio, 2019).

A fronte di questo genere di posizioni è da un lato condivisibile l’attenzione che Brancaccio rivolge ai modelli in cui Blanchard sembra invece oggettivamente ‘aprire’ a impostazioni teoriche alternative, assumendo una distribuzione del reddito ‘esogena’, e per di più non univocamente connessa ai livelli di produzione e occupazione (cfr. Brancaccio in Blanchard e Brancaccio, 2019). Al di là dell’interesse che può suscitare in sé, quella ‘contaminazione’ della teoria tradizionale si presta infatti a essere utilizzata quale strumento di confronto, onde rendere più evidente quali caratteristiche e implicazioni della teoria tradizionale si conservano, o invece si perdono, introducendo aspetti estranei ai suoi fondamenti (*ibid.*, p. 12; cfr. anche Brancaccio, 2012).

Tuttavia, come puntualizza anche Brancaccio, va precisato che tali deviazioni di Blanchard dalla struttura analitica ortodossa si presentano come elementi incoerenti con il corpo complessivo e soprattutto con le conclusioni cui quel sistema teorico perviene: la loro introduzione sembra determinata dalla necessità pragmatica di consentire all’analisi di rispondere ad esigenze di interpretazione dei fatti e di politica economica, senza tuttavia mettere pienamente ed esplicitamente in discussione la teoria tradizionale. Tornando alla parte finale del già menzionato intervento di Blanchard, ci sembra significativo che, subito dopo il passo riportato in precedenza, egli aggiunga:

Non penso che ci siano realtà alternative ma che ci sia una realtà sola che va compresa. [...] Sono un ingegnere sociale [...]. È una macchina complessa quella che sto cercando di capire e mi apro a suggerimenti, ma alla fine quella è la macchina, e sono i suoi meccanismi che dobbiamo comprendere (Blanchard in Blanchard e Brancaccio, 2019, p. 30).

Impostazioni teoriche alternative al *mainstream* avrebbero dunque ragion d’essere solo in quanto applicate a realtà diverse da quella in cui viviamo – in altri termini, la teoria tradizionale sarebbe la sola legittimata a fornire una rappresentazione corretta della ‘macchina’ che costituisce il nostro sistema economico. Riteniamo invece che quella rappresentazione soffra di profondi limiti, che periodicamente si manifestano nella incapacità di fornire interpretazioni chiare e coerenti dei fatti della realtà economica e degli effetti delle politiche economiche. Sarebbe tempo, a nostro parere, che le numerose e profonde crepe nell’edificio dell’interpretazione tradizionale venissero viste nel loro insieme, portando ad accettare la necessità di una revisione lungo linee alternative e rigorose, a partire dalle sue fondamenta, di quell’impianto di analisi dei fenomeni economici e della politica economica.

Bibliografia

- Ball L. (2009), “Hysteresis in Unemployment: Old and New Evidence”, *NBER Working Paper*, n. 14818, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Ball L. (2014), “Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries”, *NBER Working Paper*, n. 20185, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Blanchard O.J. (1986), “Comments and Discussion on M.D. Shapiro ‘Investment, Output and the Cost of Capital’”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 111-164.

- Blanchard O.J. (2018), "Should We Reject the Natural Rate Hypothesis?", *Journal of Economic Perspectives*, 32 (1), pp. 97-120.
- Blanchard O. e Brancaccio E. (2019), "Pensare un'alternativa. Dialogo tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio", *Micromega*, n. 2, pp. 7-30; (cfr. anche Blanchard O. e Brancaccio E., "Crisis and Revolution in Economic Theory and Policy: A Debate", *Review of Political Economy*, published online 6 August 2019, DOI: 10.1080/09538259.2019.1644730).
- Blanchard O.J. e Summers L.H. (1986), "Hysteresis and the European Unemployment Problem", *NBER Macroeconomics Annual*, 1, pp. 15-78.
- Blanchard O.J. e Summers L.H. (2017), "Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution?", *NBER Working Paper*, n. 24179, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Blanchard O. e Summers L. (2019), "Ripensare la politica macroeconomica: evoluzione o rivoluzione?", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 171-195.
- Blanchard O.J., Cerutti E. e Summers L.H. (2015), "Inflation and Activity – Two Explorations and their Monetary Policy Implications", *IMF Working Paper*, n. WP/15/230, Washington (DC): International Monetary Fund.
- Blinder A.S. (1997), "Is There a Core of Practical Macroeconomics That We Should All Believe?", *American Economic Review*, 87 (2), pp. 240-243.
- Brancaccio E. (2012), *La scelta delle esogene nel dibattito della teoria della crescita e della distribuzione*, Milano: Franco Angeli.
- Brancaccio E. (2017), *Anti-Blanchard. Un approccio comparato allo studio della macroeconomia*, Milano: Franco Angeli.
- Brancaccio, E., Califano, A. (2018). *Anti-Blanchard macroeconomics. A comparative approach*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Brancaccio E., Garbellini N. e Giammetti R. (2018), "Structural Labour Market Reforms, GDP Growth and the Functional Distribution of Income", *Structural Change and Economic Dynamics*, 44 (marzo), pp. 34-45.
- Ciccone R. (2002), *Debito pubblico, domanda aggregata e accumulazione*, Roma: Aracne.
- Ciccone R. (2012), "Sulla natura e sugli effetti del debito pubblico", in Cesaratto S. e Pivetti M. (a cura di), *Oltre l'austerità* (pp. 71-88), Roma: Gli eBook di MicroMega.
- Ciccone R. (2013), "Public Debt and Aggregate Demand: Some Unconventional Analytics", in Levrero E.S., Palumbo A. e Stirati A. (a cura di), *Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory* (vol. 2, pp. 15-43), Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan.
- De Long J.B. e Summers L.H. (2012), "Fiscal Policy in a Depressed Economy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 43 (1), pp. 233-297.
- Fatás A. e Summers L.H. (2016), "The Permanent Effects of Fiscal Consolidations", *NBER Working Paper*, n. 22374, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Fontanari C., Palumbo A. e Salvatori C. (2019), "Potential Output in Theory and Practice: A Revision and Update of Okun's Original Method", *INET Working Paper*, n. 93, New York: Institute for New Economic Thinking, disponibile alla URL: https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP_93-FontanariPalumboSalvatori.pdf
- Garegnani P. (1970), "Heterogeneous Capital, the Production Function and the Theory of Distribution", *Review of Economic Studies*, 37 (3), pp. 407-436.
- Garegnani P. (1975), "Beni capitali eterogenei, la funzione della produzione e la teoria della distribuzione", in G. Lunghini (a cura di), *Produzione, capitale e distribuzione*, Milano: ISEDI, pp. 80-125 (trad. it. di Garegnani, 1970).
- Garegnani P. (1978-79), "Notes on consumption, investment and effective demand", Parte I e II, *Cambridge Journal of Economics*, 2 (4), pp. 335-53; 3(1), pp. 63-82.
- Garegnani P. (1984), "Value and Distribution in the Classical Economists and Marx", *Oxford Economic Papers*, 36 (2), pp. 291-325.
- Garegnani P. e Palumbo A. (1998), "Accumulation of Capital", in Kurz H. e Salvadori N. (a cura di), *The Elgar Companion of Classical Economics* (pp. 10-18), Cheltenham (UK) e Northampton (MA, USA): Edward Elgar.
- Girardi D., Paternesi Meloni W. e Stirati A. (2018), "Persistent Effects of Autonomous Demand Expansions", *INET Working Paper*, n. 70, New York: Institute for New Economic Thinking, disponibile alla URL: https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP_70-Stirati-Demand-Expansion.pdf
- Krugman P. (2014), "Notes on Easy Money and Inequality", *New York Times*, 25 ottobre.
- Levrero E.S. (2018), "The Classical Theory of Wages and Its Interpretations: A Critique of the Canonical Classical Model", *Bulletin of Political Economy*, 12 (1-2), pp. 55-76.
- Nuti D.M. (2013), "Gli effetti perversi del consolidamento fiscale", *Sbilanciamoci.info*, 11 ottobre, disponibile alla URL: <http://sbilanciamoci.info/gli-effetti-perversi-del-consolidamento-fiscale-20423/>
- Palumbo A. (2015), "Studying Growth in the Modern Classical Approach: Theoretical and Empirical Implications for the Analysis of Potential Output", *Review of Political Economy*, 27 (3), pp. 282-307.
- Pasinetti L.L. (1966), "Changes in the Rate of Profit and Switches of Techniques", *Quarterly Journal of Economics*, 80 (4), pp. 503-17.

- Petri F. (2004), *General Equilibrium, Capital and Macroeconomics*, Cheltenham (UK) e Northampton (MA, USA): Edward Elgar.
- Stirati A. (1992), "Unemployment, Institutions and the Living Standard in the Classical Theory of Wages", *Contributions to Political Economy*, 11 (1), pp. 41-66.
- Stirati A. e Paternesi Meloni W., (2018), "A short story of the Phillips curve: from Phillips to Friedman... and back?", *Review of Keynesian Economics*, 6 (4), pp. 493-516.
- Sraffa P. (1951), "Introduction", in Sraffa P. (a cura di, con la collaborazione di M. Dobb), *The Works and Correspondence of David Ricardo* (vol. I, sez. IV, pp. xxx-xxxvii), New York: Cambridge University Press for The Royal Economic Society.
- Sraffa P. (1960), *Produzione di merci a mezzo di merci*, Torino: Einaudi.



Moneta e Credito

vol. 72 n. 287 (settembre 2019)

Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio

Alcune considerazioni su debito e disuguaglianza

ALESSIA AMIGHINI e FRANCESCO GIAVAZZI*

Abstract:

Il rapporto fra tasso di interesse reale e tasso di crescita dell'economia è diventato centrale nel dibattito su due temi macroeconomici di grande attualità: disuguaglianza e politica fiscale. Confrontiamo le posizioni dei due economisti francesi protagonisti del dibattito, Thomas Piketty e Olivier Blanchard, che partono entrambi dal confronto fra tasso di interesse reale e tasso di crescita dell'economia, per analizzare, rispettivamente, l'andamento della disuguaglianza e la sostenibilità del rapporto debito/PIL nel tempo. Mostriamo che i due punti di vista, apparentemente inconciliabili, in realtà sono complementari.

The relationship between the real interest rate and the growth rate of the economy has become central to the debate on two topical macroeconomic issues: inequality and fiscal policy. We compare the positions of the two French economists protagonists of the debate, Thomas Piketty and Olivier Blanchard, who both start from the comparison between real interest rate and economic growth rate, to respectively analyze the trend of inequality and the sustainability of the debt/GDP ratio over time. We show that the two apparently irreconcilable points of view are actually complementary.

Amighini: Università del Piemonte Orientale

email: alessia.amighini@uniupo.it

Giavazzi: Università Bocconi

email: giavazzi@unibocconi.it

Per citare l'articolo:

Amighini A., Giavazzi F. (2019), "Alcune considerazioni su debito e disuguaglianza", *Moneta e Credito*, 72 (287): 219-228.

DOI: https://doi.org/10.13133/2037-3651_72.287_5

JEL codes:

B10, B20, E66

Keywords:

public debt, inequality, cost of debt

Homepage della rivista:

<http://www.monetaecredito.info>

Nel dialogo fra Olivier Blanchard ed Emiliano Brancaccio sulla necessità di pensare ad un'alternativa alla teoria macroeconomica prevalente e più in generale all'attuale sistema capitalistico liberista (cioè fondato sul capitale privato e non di Stato), Blanchard propone meccanismi fortemente correttivi ma interni al sistema, mentre per Brancaccio l'alternativa dovrebbe corrispondere a un cambio più radicale di sistema. I due economisti tuttavia concordano sulla centralità, nei problemi macroeconomici di breve e di lungo periodo, del tema della distribuzione del reddito e della disuguaglianza economica all'interno delle società. Entrambe le prospettive riconoscono che la disuguaglianza è un prodotto (indesiderato) della crescita economica, contrariamente all'idea che quest'ultima produca benefici diffusi più o meno per tutti. La disuguaglianza è anche il fattore principale all'origine dell'ascesa del cosiddetto "populismo", che tuttavia propone soluzioni per lo più fallaci ai problemi economici delle società occidentali.

* Contributo al numero speciale di *Moneta e Credito* dal titolo "Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio", ispirato dal dibattito tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio tenutosi presso la Fondazione Feltrinelli a Milano il 18 dicembre 2018. Numero a cura di Emiliano Brancaccio e Fabiana De Cristofaro.



Un aspetto particolarmente rilevante della discussione tra Blanchard e Brancaccio è l'interpretazione teorica ed empirica del problema del debito pubblico. Brancaccio, a questo riguardo, ha fornito vari elementi di riflessione critica intorno al modo, per più di un verso innovativo, in cui Blanchard e Summers hanno recentemente affrontato la questione (Brancaccio, 2019; Blanchard e Summers, 2019). Blanchard, a sua volta, è intervenuto nuovamente sul punto durante il dibattito, specificando alcuni aspetti ulteriori del problema (Blanchard, in Blanchard e Brancaccio, 2019). Proprio alla questione del debito pubblico intendiamo dedicare questo nostro commento.

La necessità di rientrare dai livelli elevati del rapporto debito/PIL accumulati dopo la crisi del 2008-2009 è una questione centrale della politica economica in molti paesi. Le politiche di austerità che ne derivano¹ sono percepite da molti cittadini come ingiustamente punitive e sono all'origine di gran parte del consenso raccolto dai movimenti populistici. Come disegnare politiche per ridurre (e di quanto) il debito pubblico che siano il meno costose possibile in termini di occupazione e disuguaglianza è pertanto un tema prioritario. Lo è certamente in Italia dove il rapporto debito/PIL nel 2018 è rimasto sopra il 130% e la disuguaglianza è aumentata anno dopo anno dal 2008 ad oggi (Baldini, 2018).

Debito pubblico e disuguaglianza economica sono problemi distinti (sebbene, come vedremo in seguito, non scollegati), ma per l'analisi di entrambi è cruciale partire dal rapporto che intercorre tra il tasso di interesse reale e tasso di crescita dell'economia. Due punti di vista, sul rapporto fra tasso di interesse reale e tasso di crescita dell'economia, sono diventati centrali nel dibattito su disuguaglianza e politica fiscale. Entrambi sono il risultato degli studi di due economisti francesi: Thomas Piketty (2014) in tema di disuguaglianza e appunto Olivier Blanchard (2019). I due punti di vista potrebbero apparire inconciliabili ma, come vedremo, l'inconciliabilità è solo apparente.

È opportuno ricordare che debito e disuguaglianza sono entrambi questioni redistributive. Il debito pubblico redistribuisce ricchezza sia all'interno di una stessa generazione, sia tra una generazione e le successive (evidentemente, escludendo che una generazione lasci in eredità alla successiva una ricchezza privata equivalente al debito trasferito). Da un lato infatti il debito pubblico è un trasferimento di ricchezza dalle generazioni future (su cui ricadrà l'onere del debito) alle generazioni correnti che godono dei rendimenti dei titoli e dei frutti della maggior spesa pubblica (o del minore onere della tassazione) senza sopportarne il costo fiscale. Dall'altro, onere e frutti non sono equamente distribuiti tra individui di una stessa generazione: il rendimento dei titoli andrà in maggior parte ai redditi più alti, mentre il carico fiscale sarà distribuito più proporzionalmente al reddito.

All'interno di ogni generazione, e quindi al di fuori di una prospettiva intergenerazionale, emettere debito pubblico, anziché finanziare la spesa corrente con imposte, corrisponde a redistribuire la ricchezza tra settore pubblico e settore privato. In ciascun momento, la ricchezza totale del paese non cambia, perché essa è la somma di ricchezza privata e ricchezza pubblica (negativa in presenza di debito). Finanziare la spesa con le imposte riduce la ricchezza privata corrente, ma non fa aumentare il debito. Finanziare la spesa con il debito fa aumentare la ricchezza privata corrente, perché anziché tassare il settore privato si prende a prestito dallo stesso in cambio di un rendimento. Siccome i titoli del debito pubblico sono acquistati

¹ Con il termine 'austerità' intendiamo, come si spiega in Alesina *et al.* (2019), politiche volte a ridurre un livello troppo elevato del rapporto debito/PIL accumulato per effetto di politiche economiche che, anziché usare il debito come strumento di stabilizzazione del ciclo economico, hanno consentito che esso crescesse lungo una traiettoria divergente e quindi insostenibile.

soprattutto da coloro che hanno redditi elevati o risparmio accumulato (che è più elevato per coloro che hanno o hanno percepito redditi più alti, su cui la propensione marginale al risparmio è maggiore), emettere debito corrisponde a non tassare di più i redditi più alti, ma a prendere a prestito da chi ha redditi più alti. Oggi i paesi ricchi hanno una grande ricchezza nazionale, ma la ricchezza è distribuita in maniera molto sbilanciata: gran parte è in mano al settore privato. L'Italia è il caso più estremo: ha una delle ricchezze private più grandi al mondo (in rapporto al PIL) e allo stesso tempo uno dei debiti pubblici più alti al mondo (sempre in rapporto al PIL).

Cominciamo con l'osservazione di Blanchard (in Blanchard e Brancaccio, 2019; Blanchard e Summers, 2019). Egli parte dal confronto fra tasso di interesse reale e tasso di crescita dell'economia, dal quale, come è noto, dipende la sostenibilità del rapporto debito/PIL nel tempo. Se il tasso di interesse reale privo di rischio, che chiameremo r^{RF} , cioè il rendimento sui titoli del debito pubblico escludendo la possibilità di default, è inferiore al tasso di crescita dell'economia (g), il rapporto debito/PIL decresce nel tempo senza bisogno di generare avanzi primari nel bilancio dello Stato. In questa situazione il costo fiscale del debito è nullo, nel senso che il valore totale del debito cresce a un tasso inferiore a quello del reddito nazionale, che è una misura della base imponibile da cui vengono tratte le risorse per ripagarlo. In altre parole, il debito può essere considerato irrilevante, nel senso che il governo può continuare a emettere debito senza bisogno di aumentare le imposte, e quindi il governo non è soggetto ad un vincolo intertemporale.

Questa conclusione, però, non tiene conto degli effetti del debito pubblico sull'accumulazione di capitale privato, cioè è una conclusione di "equilibrio parziale". In realtà il debito pubblico non ha soltanto un costo fiscale, ma anche un costo sociale, che deriva dall'effetto dello stesso sul benessere dell'economia. Come nel modello di Diamond (1965), osserva Blanchard, il trasferimento che il debito pubblico produce da una generazione all'altra ha due effetti sul benessere dell'economia, uno diretto e uno indiretto. L'effetto diretto avviene attraverso lo spiazzamento del capitale privato: se il debito pubblico riduce l'ammontare di fondi mutuabili a disposizione del settore privato, il costo dell'investimento aumenta e l'accumulazione di capitale rallenta (evidentemente non considerando il caso di $K > K^*$). L'effetto indiretto passa attraverso la variazione che il debito pubblico induce sui rendimenti di capitale e lavoro. Un aumento del debito fa diminuire il capitale e quindi ne aumenta il rendimento. E anche la remunerazione del lavoro diminuisce. Di conseguenza il debito pubblico cambia la distribuzione dei rendimenti tra capitale e lavoro a favore del primo. I due effetti sul benessere però non dipendono dallo stesso tasso di interesse reale. L'effetto di spiazzamento dipende da r^{RF} , il rendimento privo di rischio. Il secondo effetto invece dipende da r , il rendimento sul capitale, che include un premio al rischio e che è spinto verso l'alto dal debito: se il rendimento del capitale aumenta oltre il tasso di crescita del reddito nazionale ($r > g$), il benessere diminuisce; viceversa se $r < g$ il benessere aumenta.

Poiché gli effetti del debito sul benessere dipendono da entrambi i tassi, r e r^{RF} , si danno tre casi possibili:

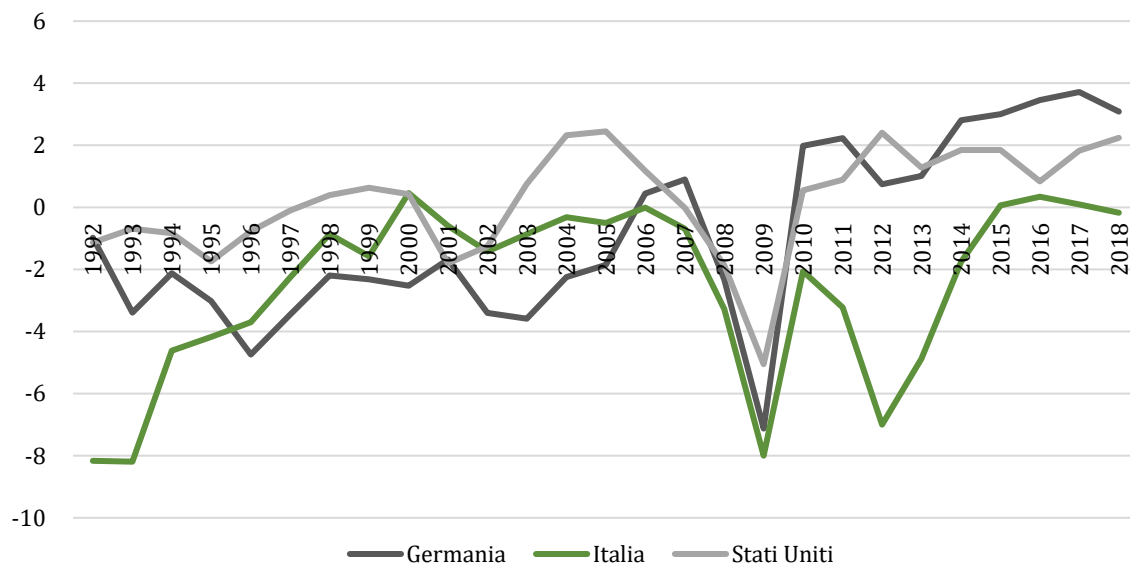
Il costo (fiscale e sociale) del debito è nullo: $g > r > r^{RF}$ (1)

Se i tassi di interesse reale, quelli con e senza rischio, sono entrambi inferiori al tasso di crescita, il costo fiscale del debito è nullo ed entrambi gli effetti del debito sul benessere sono positivi. È questo il caso su cui Blanchard attira l'attenzione. Egli sostiene che, contrariamente

a quanto non si pensi comunemente, g è stato superiore a r^{RF} in quasi tutta la storia recente negli Stati Uniti (certamente negli ultimi 15 anni, tranne nel 2009). Oggi i rendimenti nominali decennali sui titoli del Tesoro statunitense sono intorno al 3%, mentre la crescita del PIL nominale è oltre il 5%. Anche per l'eurozona nel suo insieme, la differenza tra g ed r è positiva: il tasso decennale nominale medio nell'area euro è dell'1,2%, mentre il tasso di crescita nominale è intorno al 3,2% (Mazza, 2019).

In queste circostanze, il debito pubblico non comporta nessun costo né fiscale né sociale e pertanto non risultano giustificate politiche fiscali volte al rientro o a perseguire avanzi primari. Blanchard propone quindi un punto di vista nuovo sulla politica fiscale opportuna nei paesi con alto debito pubblico che si trovino in circostanze simili.

Figura 1 - Differenza tra crescita nominale e rendimento nominale sui titoli del debito pubblico a 10 anni



Fonte: elaborazione su dati OCSE.

Infatti, in questo caso, $g > r > r^{RF}$, e pertanto gli effetti sul benessere sono positivi perché r , e non solo r^{RF} , è minore di g . Se questo sia il caso rilevante è evidentemente una questione empirica. Blanchard si limita ad osservare che l'evidenza mostra che il prodotto marginale del capitale è diminuito comportando un'analogia diminuzione degli effetti negativi del debito sul benessere.

Charles Wyplosz (2019) in realtà ha osservato che gli anni con $r - g < 0$ rappresentano il 49,7% di un campione di paesi Ocse (Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Corea, Paesi Bassi, Nuova Zelanda, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti) dal 1961 a oggi. Negli Stati Uniti, che non sono nemmeno il paese con la più percentuale più alta, $r - g < 0$ si è verificato nel 56,1% degli anni.

È vero che $r - g$ è diventato negativo in molti paesi negli ultimi anni, conclude Wyplosz, ma la storia non sembra suggerire che questo durerà ancora a lungo. L'ipotesi di stagnazione secolare afferma che il passato non è una buona guida per il futuro, ma alla fine resta soltanto questo, un'ipotesi. Inoltre, anche se fosse vero, non c'è garanzia che il tasso di interesse possa essere in media inferiore al tasso di crescita ridotto ai bassi livelli di oggi. Il mondo della finanza potrebbe diventare pericoloso se i governi iniziassero a credere di vivere nel paese delle meraviglie in cui i vincoli di bilancio non contano.

Debito a costo fiscale e sociale positivo: $r > r^{RF} > g$ (2)

Se andiamo a vedere i dati dei principali paesi europei presi singolarmente, vediamo che essi si trovano in condizioni molto diverse. In Italia, r^{RF} è stato superiore a g negli ultimi 25 anni (con le sole eccezioni degli anni 2000 e 2017), in Germania lo è stato fino al 2010. In questo caso il debito pubblico ha un costo positivo, sia sul piano fiscale, sia su quello sociale (poiché r è per definizione maggiore di r^{RF}).

Le circostanze in cui $r > g$ sono quelle su cui Piketty (2014) concentra la sua analisi. Egli mostra che sin dall'antichità, nel mondo nel suo insieme, il tasso di rendimento del capitale (r) al lordo delle imposte è stato significativamente più alto del tasso di crescita del prodotto e che la divergenza si è in parte ridotta solo nel XX secolo, ma è risalita nel XXI secolo. Anche confrontando il rendimento del capitale al netto delle imposte e delle perdite, esso è stato superiore al tasso di crescita per gran parte della storia, tranne nel XX secolo, un periodo senza precedenti in cui il tasso di crescita è stato particolarmente elevato, oltre le medie storiche, ma destinato a diminuire nuovamente. Le diverse circostanze che hanno caratterizzato gli Stati Uniti e i principali paesi europei sono uno dei motivi dell'apparente contraddizione tra la posizione di Blanchard e quella di Piketty. Riferendosi soprattutto al caso degli Stati Uniti, Blanchard sostiene che la condizione $r > g$ sia stata prevalente, a differenza di Piketty, che ha guardato soprattutto i maggiori paesi europei, in molti dei quali invece r è stato o è maggiore di g per gran parte degli ultimi 25 anni.

L'apparente contraddizione tra la posizione di Blanchard e quella di Piketty però si può capire appieno soltanto con riferimento al caso intermedio seguente.

Debito a costo fiscale nullo e costo sociale ambiguo: $r > g > r^{RF}$ (3)

La situazione oggi comune in molti paesi è caratterizzata da un tasso di crescita superiore al tasso di interesse privo di rischio, ma non a quello rischioso. In questo caso il costo fiscale del debito pubblico è nullo, ma l'effetto netto sul benessere è ambiguo perché l'effetto diretto è negativo, mentre quello indiretto è positivo. In queste circostanze, Blanchard mostra che il debito pubblico può comunque essere un trasferimento senza costi: se r^{RF} è sufficientemente più basso di g , ed r non è troppo elevato, l'effetto di un aumento del debito pubblico sul benessere è comunque positivo.

Ma la differenza più importante fra l'analisi di Blanchard e quella di Piketty sta negli effetti sulla disuguaglianza all'interno di una generazione. Blanchard si occupa solo dei costi fiscali e dell'impatto sociale aggregato del debito, cioè del costo del debito sul benessere collettivo, tendendo conto solo dell'effetto redistributivo del debito sulle generazioni future, che pagheranno parte del costo se $r > g$ (disuguaglianza tra generazioni). Invece l'analisi di Piketty permette di considerare anche le conseguenze distributive della divergenza tra r e g sulla disuguaglianza tra individui *all'interno di una stessa generazione*.

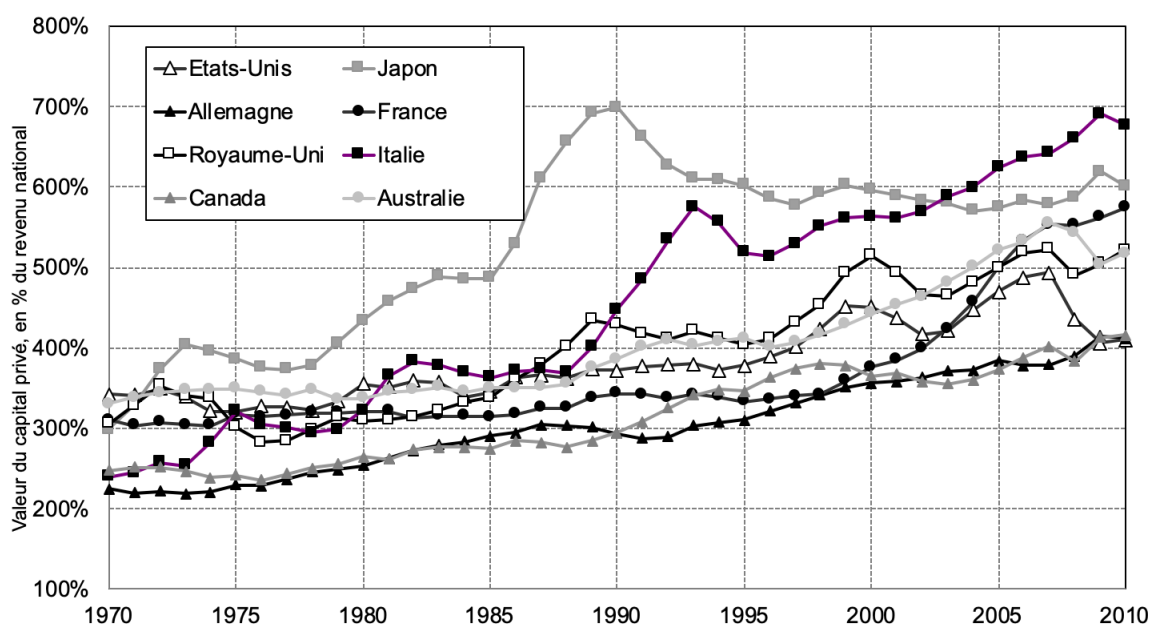
Egli definisce $r > g$ la forza fondamentale all'origine della divergenza nella distribuzione della ricchezza nel corso del tempo. Quando $r > g$, la ricchezza accumulata nel passato cresce al tasso r , più velocemente del tasso al quale cresce il reddito. In queste circostanze gli individui con una ricchezza ereditata hanno bisogno di risparmiare solo una parte del rendimento del capitale per vedere crescere la loro ricchezza a un ritmo più veloce di quello a cui cresce il reddito medio e l'intera economia. Di conseguenza, quando $r > g$, la disuguaglianza nella ricchezza si traduce in una disuguaglianza di reddito crescente.

Questa forza fondamentale di divergenza può essere ulteriormente rinforzata da altri fattori. Infatti, se consideriamo che la propensione al risparmio aumenta col reddito, coloro che godono di un reddito da capitale (che cresce più velocemente del reddito da lavoro) potranno risparmiare di più e quindi accumulare ulteriore ricchezza. A ciò si aggiunge che il tasso di rendimento del capitale non è indipendente dal livello iniziale di ricchezza, anzi di solito è più alto se il livello iniziale è più elevato. Inoltre, è plausibile che coloro che hanno redditi bassi investano i loro scarsi risparmi in attività poco rischiose, il cui rendimento r^{RF} è inferiore al tasso di crescita del reddito. Come osserva Francois Meunier (Meunier, 2019), i ricchi sono pronti ad assumere più rischio, investendo in attività private il cui rendimento incorpora un premio per il rischio dell'ordine di 5-7 punti, mentre i poveri investono per lo più in attività prive di rischio. Per tutti questi motivi, la ricchezza ereditata crescerà più velocemente di quella che è possibile accumulare in una vita di lavoro.

Di conseguenza, nel caso in cui $r > g > r^{RF}$ (ed r^{RF} è sufficientemente più basso di g) un aumento del debito pubblico può anche non comportare costi fiscali e aumentare anche il benessere, ma ciononostante la disuguaglianza nella società aumenta. In un'economia in cui $r > g$, emettere debito al posto di finanziare la spesa con imposte corrisponde, seguendo la logica di Piketty, ad accentuare il meccanismo di aumento della disuguaglianza, o la forza fondamentale della divergenza. Infatti, quando $r > g$, aumentare il debito pubblico contribuirà a inasprire la distribuzione diseguale della ricchezza, e quindi ad accelerare la crescita del capitale in rapporto al reddito.

Il rapporto capitale/reddito nel lungo periodo tende, secondo Piketty, a eguagliare il rapporto tra il tasso di risparmio dell'economia (s) e il tasso di crescita (g), secondo quella che lui chiama "la seconda legge fondamentale del capitalismo". Quest'ultima riflette il fatto che un paese che risparmia molto ma cresce poco, nel tempo accumulerà un enorme stock di ricchezza, in relazione al suo reddito. Secondo i dati pubblicati da Piketty (2014, p. 217, tabella 5.1), nel caso dell'Italia, nei quarant'anni tra il 1970 e il 2010, il tasso di crescita del reddito è stato in media dell'1,9% (1,6% la crescita del reddito pro capite più 0,3% la crescita della popolazione), il più basso tra i paesi ricchi, e il tasso di risparmio il 15% del reddito nazionale, il più alto tra i paesi ricchi. Di conseguenza, l'Italia ha oggi accumulato una ricchezza privata pari a circa 7 volte il reddito nazionale ($s/g = 15/1,9$), rispetto a un rapporto pari a 3 nel 1970. Tra i paesi ricchi, l'Italia oggi ha il più alto valore della ricchezza privata in rapporto al reddito.

Figura 2 – Il capitale privato nei paesi ricchi



Fonte: <http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/en/Piketty2014FiguresTablesLinks.pdf>

Il forte aumento della ricchezza privata rispetto al PIL è stato accompagnato anche da un aumento della disuguaglianza. Vi sono due dimensioni della disuguaglianza che devono essere considerate.

- La prima è la disuguaglianza di reddito. In Italia la percentuale di reddito spettante al 10% più benestante (circa 5 milioni di cittadini) è poco meno del 30% del reddito totale, mentre al 50% più povero della popolazione (circa 25 milioni di cittadini) spetta il 24% del totale. In euro, questo significa che i 5 milioni più ricchi guadagnano in media 90 mila euro lordi annui, mentre i 25 milioni più poveri circa 15 mila euro lordi. Se guardiamo all'andamento di queste percentuali nel tempo, disponibile dai dati del *World Inequality Database*, vediamo che la quota di reddito che va ai più ricchi è aumentata dal 22% nei primi anni Ottanta a una percentuale simile a quella attuale (29%) intorno al 2000. Da quell'anno si è stabilizzata, seppur con minimi scostamenti da un anno all'altro. Uno dei più evidenti è quello avvenuto tra il 2008 e il 2010, in piena crisi finanziaria, quando i più ricchi hanno aumentato di quasi un punto percentuale la loro quota a scapito dei più poveri. Nello stesso periodo la quota spettante alla metà più povera della popolazione è scesa dal 30% al 24% del reddito nazionale. La divergenza ha ripreso a crescere anche dal 2015 in poi. Nell'insieme, la disuguaglianza dei redditi in Italia è sempre forte e non sembra ridursi, anzi, ci sono segnali di un aumento.
- La seconda disuguaglianza è la disuguaglianza di ricchezza. Secondo i dati della Banca d'Italia, la distribuzione del patrimonio italiano è molto concentrata: circa il 10% della popolazione con più ricchezza possiede il 46% del patrimonio totale. C'è un'evidente correlazione tra la concentrazione del reddito e della ricchezza nel tempo. La concentrazione dei patrimoni è aumentata dal 41% alla fine degli anni Ottanta al 49%

intorno al 2000, negli stessi anni in cui il reddito dei più ricchi aumentava in percentuale sul totale. Dal 2000 l'ulteriore accumulazione di ricchezza tra il 10% più ricco è diminuita dal 49% al 44%, per poi risalire negli anni della crisi finanziaria, che evidentemente ha penalizzato molto di più (o forse soltanto) i più poveri, ma non i più ricchi.

Questi andamenti sono coerenti con quanto sostiene Piketty in merito alle origini e alla dinamica della disuguaglianza: quanto più concentrata è la ricchezza, tanto più sarà probabile che il divario di reddito tra ricchi e poveri aumenti. Infatti, la ricchezza tende a produrre rendimenti che sono tanto più alti quanto maggiore è il patrimonio accumulato. Inoltre, la divergenza nelle condizioni economiche di partenza si traduce in una forte disuguaglianza di opportunità tra gli individui, e ciò contribuisce a rendere quelle condizioni persistenti. La disuguaglianza non è soltanto un problema sociale, ma ha attirato la crescente attenzione degli economisti anche per le sue implicazioni sulla crescita. Se è vero che una certa disuguaglianza favorisce la crescita (Bénabou, 1996), perché i ricchi guadagnano più reddito e consumano di più (in valore, sebbene abbiano una minor propensione marginale al consumo), è anche vero che, come illustra Piketty, un'eccessiva disuguaglianza può diventare un ostacolo alla crescita,² se il rendimento del capitale decresce oltre un certo livello di accumulazione della ricchezza (ma questo è l'aspetto più controverso delle tesi di Piketty, su cui sia la teoria sia l'evidenza empirica non sono affatto concordi).

Vi è poi un altro motivo all'origine dell'aumento della disuguaglianza ed è legato a un elevato debito pubblico. La disuguaglianza di reddito aumenta quanto maggiore è la distanza tra r ed r^{RF} , perché, come già osservato, i più ricchi avranno più possibilità di allocare parte del loro risparmio in titoli più rischiosi e quindi di ottenere rendimenti più elevati di coloro che invece hanno una minor propensione al risparmio e quindi anche una maggior avversione al rischio, per cui preferiscono titoli più sicuri che pagano un rendimento inferiore. Poiché $r - r^{RF}$, cioè il differenziale tra il tasso di interesse incluso il premio al rischio e il tasso di interesse sui titoli non rischiosi, aumenta con la probabilità che il debito pubblico accumulato da un paese diventi insostenibile (e il suo rendimento quindi rischioso), ne segue che, quanto maggiore è la probabilità che il debito diventi insostenibile, tanto maggiore sarà l'aumento della disuguaglianza nel tempo. Quindi, quanto maggiore è r , tanto più alto sarà il costo sociale del debito pubblico: non solo il costo pagato dalle generazioni future, ma anche il costo in termini di maggior disuguaglianza all'interno della generazione corrente.

Se il debito pubblico non è solo un problema macroeconomico ma anche una fonte di ingiustizia sociale, sia inter- sia intra-generazionale, allora è tanto più importante rientrare da elevati livelli di debito. Come sostiene Blanchard, questo problema è meno grave nei paesi in cui $r < g$, per quanto si è detto sopra. Ma nei paesi in cui $r > g$, il debito pubblico redistribuisce ricchezza dalle generazioni future a quelle correnti, e all'interno di quella corrente, dai poveri ai ricchi. Brancaccio suggerisce un'interpretazione teorica secondo cui la possibilità che si verifichi l'uno o l'altro caso dipende in una certa misura dagli orientamenti di politica economica (Brancaccio, 2019; cfr. anche Brancaccio, in Blanchard e Brancaccio, 2019). Egli tuttavia converrà sul fatto che $r < g$ è vero limitatamente e solo per alcuni paesi. La riduzione del debito pubblico (purché, come vedremo nel prossimo paragrafo, attuata riducendo la spesa) quindi è la miglior risposta anche al problema di ingiustizia sociale generato dallo stesso debito. Inoltre, poiché l'aumento della disuguaglianza è all'origine dell'instabilità politica e

² Si veda anche Persson e Tabellini (1991).

sociale in molti paesi ricchi, ridurre le principali cause della disuguaglianza è un problema anche politico.

Il tema dell'austerità necessaria per rientrare da elevati livelli di debito pubblico è sempre più alto nell'agenda dei governi e nella ricerca economica. In *Austerità* Alberto Alesina, Carlo Favero e Francesco Giavazzi (2019) analizzano 170 piani di riduzione del debito pubblico adottati da 16 paesi Ocse tra il 1981 e il 2014. Alla ricerca del modo di minimizzare le conseguenze indesiderabili di un consolidamento, gli autori trovano che i piani basati prevalentemente sulla riduzione di spesa comportano un minor rallentamento della crescita e una più efficace stabilizzazione del rapporto debito/PIL rispetto quelli basati prevalentemente sull'aumento di imposte. Il motivo è che imposte distorsive hanno effetti negativi sulla distribuzione efficiente delle risorse, mentre i tagli di spesa stimolano la fiducia di consumatori e imprese in quanto segnalano la riduzione del peso futuro delle imposte.

Un'opinione comune è che il consolidamento fiscale produca conseguenze indesiderabili sulla distribuzione del reddito. La vasta letteratura che si è occupata della relazione tra consolidamento fiscale e disuguaglianza ha mostrato che l'austerità è generalmente coincisa con un aumento della disuguaglianza (Ball *et al.*, 2013, e Furceri *et al.*, 2015). Anche Woo *et al.* (2013) mostrano che piani fiscali che prevedono la riduzione della spesa sono associati a maggiori incrementi della disuguaglianza rispetto a piani realizzati attraverso un aumento delle entrate. Agnello e Sousa (2014) studiano l'impatto del consolidamento fiscale sulla disuguaglianza di reddito in 18 paesi industrializzati tra il 1978 e il 2009 e trovano che tale disuguaglianza è aumentata significativamente durante i periodi di consolidamento fiscale, soprattutto quelli realizzati attraverso riduzioni della spesa pubblica.

Quali implicazioni di politica economica trarre dall'apparente incoerenza tra i risultati degli studi che mostrano un impatto negativo della riduzione della spesa pubblica sulla disuguaglianza, rispetto agli studi che invece suggeriscono che ridurre il debito pubblico attraverso tagli alla spesa comporti meno perdite di benessere? Klein e Winkler (2017) hanno mostrato che le conseguenze distributive dell'austerità dipendono in modo sostanziale dal livello di indebitamento delle famiglie. Analizzando episodi di consolidamento fiscale in 17 paesi OCSE tra il 1980 e il 2011, gli autori trovano che l'aumento della disuguaglianza di reddito avviene soltanto se e quando il debito privato è elevato. Infatti, in presenza di un alto livello di debito delle famiglie, la propensione marginale al consumo delle famiglie indebitate è maggiore di quella delle famiglie creditrici. Di conseguenza, secondo gli autori, il consolidamento fiscale realizzato in tempi di basso livello di indebitamento delle famiglie, o in paesi dove le famiglie non sono indebitate, ma al contrario hanno un'elevata ricchezza (come in Italia), non avrebbe effetti redistributivi indesiderati e contribuirebbe a ridurre una delle cause principali dell'aumento della disuguaglianza.

Bibliografia

- Agnello L. e Sousa R.M. (2014), "How Does Fiscal Consolidation Impact on Income Inequality?", *The Review of Income and Wealth*, 60 (4), pp. 702-726.
- Alesina A., Favero C. e Giavazzi F. (2019), *Austerità: quando funziona e quando no*, Milano: Rizzoli.
- Baldini M. (2018), "Perché aumenta la disuguaglianza in Italia", *lavoce.info*, 27 aprile, disponibile alla URL: <https://www.lavoce.info/archives/52760/perche-aumenta-la-disuguaglianza-in-italia/>
- Ball L., Furceri D., Leigh D. e Loungani P. (2013), "The Distributional Effects of Fiscal Consolidation", *IMF Working Paper*, n. 13/151, giugno, Washington (DC): International Monetary Fund.

- Bénabou R. (1996), "Inequality and Growth", *NBER Working Paper*, n. 5658, luglio, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Blanchard O., (2019), "Public Debt and Low Interest Rates", *American Economic Review*, 109 (4), pp. 1197-1229.
- Blanchard O. e Brancaccio E. (2019), "Pensare un'alternativa. Dialogo tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio", *Micromega*, 2, pp. 7-30; (cfr. anche Blanchard O. e Brancaccio E., "Crisis and Revolution in Economic Theory and Policy: A Debate", *Review of Political Economy*, published online 6 August).
- Blanchard O. e Summers L. (2019), "Ripensare la politica macroeconomica: evoluzione o rivoluzione?", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 171-195 (orig. "Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution?", *NBER Working Paper*, n. 24179, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research, 2017).
- Brancaccio E. (2019), "Sulle condizioni per una "rivoluzione" della teoria e della politica economica", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 197-206.
- Cannari L. e D'Alessio G. (2018), "La disuguaglianza della ricchezza in Italia: ricostruzione dei dati 1968-75 e confronto con quelli recenti", *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 428, Roma: Banca d'Italia.
- Diamond P.A. (1965), "National Debt in a Neoclassical Growth Model", *American Economic Review*, 55 (5, p.1), pp. 1126-1150.
- Furceri D., Tovar J., Loungani P. (2015), "Fiscal Consolidation and Inequality in Advanced Economies: How Robust Is the Link?", in Clements B., Mooij R., Gupta S. e Keen M. (a cura di), *Inequality and Fiscal Policy* (pp. 141-158), Washington (DC): International Monetary Fund.
- Klein M. e Winkler R. (2017), "Austerity, Inequality, and Private Debt Overhang", *DIW Berlin Discussion Paper*, n. 1633, Berlino: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung.
- Krusell P. e Smith T. (2014), "Is Piketty's 'Second Law of Capitalism' fundamental?", *Vox-eu.com*, 1 giugno, disponibile alla URL: <https://voxeu.org/article/piketty-s-second-law-capitalism-vs-standard-macro-theory>
- Mazza J. (2019), "Is Public Debt a Cheap Lunch?", *Bruegel.org*, 21 gennaio, disponibile alla URL: <https://bruegel.org/2019/01/is-public-debt-a-cheap-lunch/>
- Meunier F. (2019), "Faut-il soucier de la dette publique", *Telos-eu.com*, 21 marzo, disponibile alla URL: <https://www.telos-eu.com/fr/economie/faut-il-se-soucier-de-la-dette-publique.html>
- Persson T. e Tabellini G. (1991), "Is Inequality Harmful for Growth? Theory and Evidence", *NBER Working Paper*, n. 3599, gennaio, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Piketty T. (2014), *Il capitale nel XXI secolo*, Milano: Bompiani (ed orig. 2013, *Le Capital au XXIe siècle*, Parigi: Éditions du Seuil; trad. ingl. 2014, *Capital in the Twenty-First Century*, Cambridge (MA): Harvard University Press.
- Woo J., Bova E., Kinda T. e Zhang Y.S. (2013), "Distributional Consequences of Fiscal Consolidation and the Role of Fiscal Policy: What Do the Data Say?", IMF Working paper, n. 13/195, settembre, Washington (DC): International Monetary Fund.
- Wyplosz C. (2019), "Un economista nel paese delle meraviglie", *lavoce.info*, 18 giugno, disponibile alla URL: <https://www.lavoce.info/archives/59731/un-economista-nel-paese-delle-meraviglie/>



Moneta e Credito

vol. 72 n. 287 (settembre 2019)

Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio

Alla ricerca di una migliore teoria macroeconomica

HEINZ D. KURZ e NERI SALVADORI*

Abstract:

Questo articolo sottolinea che un certo numero di elementi costitutivi della moderna macroeconomia e dei risultati che ne derivano non sono sostenibili. Il riferimento è alle presunte "microfondazioni" della teoria e, in particolare, all'uso di funzioni di produzione macroeconomiche e al metodo dell'"agente rappresentativo". Le "leggi" semplici e apparentemente non invasive della domanda di input e dell'offerta di output non sono sostenibili in generale. I macroeconomisti sono spesso orgogliosi di sviluppare le loro argomentazioni in termini di una versione ridotta della teoria dell'equilibrio generale, ma si comportano come se ignorassero che la stabilità dell'equilibrio economico generale non può essere dimostrata in condizioni sufficientemente generali. Una ulteriore fonte di instabilità del sistema economico è riscontrabile nel carattere dirompente del cambiamento tecnologico.

A number of the constituent elements and results of modern macroeconomics are not tenable. We refer to the alleged "microfoundations" of the prevailing theory, to the use of macroeconomic production functions and to the "representative agent" method. The simple and apparently unobtrusive "laws" of input demand and output supply are not valid in general. Macroeconomists often pride themselves of developing their argument in terms of a stripped-down version of general equilibrium theory, but they ignore the fact that the stability of general economic equilibrium cannot be demonstrated under sufficiently general conditions. A further source of instability of the economic system is the disruptive nature of technological change.

Kurz: University of Graz,
email: heinz.kurz@uni-graz.at
Salvadori: Università di Pisa,
email: neri.salvadori@unipi.it

Per citare l'articolo:

Kurz H.D., Salvadori N. (2019), "Alla ricerca di una migliore teoria macroeconomica", *Moneta e Credito*, 72 (287): 229-247.

DOI:

https://doi.org/10.13133/2037-3651_72.287_6

JEL codes:

D01, D50, E10, E13, E24

Keywords:

capital theory, *ceteris paribus* clause, innovations, microfoundations.

Homepage della rivista:

<http://www.monetaecredito.info>

In un saggio recente dal titolo provocatorio "Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution?", Olivier J. Blanchard e Lawrence H. Summers (2017, ripubblicato in questo numero: Blanchard e Summers, 2019) affermano che il manifesto fallimento della teoria macroeconomica dominante nel dar conto della "Grande Recessione" conseguente alla crisi finanziaria innescata dal crollo del segmento *subprime* del mercato immobiliare statunitense

* Contributo al numero speciale di *Moneta e Credito* dal titolo "Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio", ispirato dal dibattito tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio tenutosi presso la Fondazione Feltrinelli a Milano il 18 dicembre 2018. Numero a cura di Emiliano Brancaccio e Fabiana De Cristofaro. Siamo grati a Tony Aspromourgos, a Peter Spahn e specialmente a Rodolfo Signorino per utili commenti e suggerimenti ricevuti su precedenti bozze di questo lavoro. Ci piacerebbe anche ringraziare due anonimi *referees* per i preziosi commenti e gli eccellenti suggerimenti. Tutti gli errori e i giudizi erronei che ancora persistono sono, ovviamente, una nostra completa responsabilità.



del 2007-2008 dovrebbe indurre i macroeconomisti contemporanei a cambiare in modo sostanziale i loro modelli interpretativi della realtà.¹

Sfortunatamente, come si evince dal titolo stesso del loro lavoro, Blanchard e Summers non si sbilanciano e non ci dicono esplicitamente se il cambiamento che essi ritengono necessario sia da interpretarsi nel senso di una semplice “evoluzione” oppure se vada ricercata una vera e propria “rivoluzione”. In ogni caso, i due autori non lasciano dubbi sul fatto che, a loro avviso, mere operazioni cosmetiche, di piccoli aggiustamenti al margine, non siano sufficienti allo scopo di colmare il gap fra teoria e realtà macroeconomica. Essi sottolineano infatti come una analisi più approfondita della complessità del settore finanziario e della sua intrinseca instabilità sia solo il primo passo: “la lezione da trarre *va ben oltre* e dovrebbe costringerci a mettere in dubbio alcune credenze consolidate” (Blanchard e Summers, 2019, p. 172, corsivo nostro). Le “convinzioni tanto care” agli economisti contemporanei a cui Blanchard e Summers si riferiscono includono sia la presunzione che le economie di libero mercato siano in grado di autoregolarsi in modo tutto sommato ottimale, considerati i vincoli istituzionali, informativi etc. cui sono sottoposte, sia la presunzione che shock temporanei non possano avere effetti permanenti sul PIL pro capite di medio-lungo termine (ibidem).

Invero, ci sono molte altre *convinzioni* oltre le due sopra ricordate a cui la maggioranza dei macroeconomisti tiene particolarmente e che meritano di essere menzionate in questo contesto. Tali convinzioni possono infatti aiutare a spiegare cosa esattamente è successo e perché, e soprattutto cosa si può fare in termini di policy per mitigare la propensione innata del sistema economico alla *instabilità*.²

Alcune di queste *convinzioni* sono già state evidenziate e criticate da Emiliano Brancaccio (2017; cfr. anche Brancaccio e Califano 2018) e da molti altri autori, tra cui Paul Krugman, Paul Romer e Joseph Stiglitz per citare solo i nomi più noti. In questo contributo intendiamo evidenziare e analizzare criticamente due ulteriori *convinzioni*: in primo luogo, la presunzione che nella parte ‘reale’ del modello la domanda e l’offerta di una data merce, sia essa un bene di consumo o il servizio di un fattore produttivo, si ‘comportino bene’ ossia abbiano forma e posizione sul piano prezzo-quantità tali da garantire l’esistenza, la stabilità e l’unicità dell’equilibrio; in secondo luogo, la presunzione che il progresso tecnico sia di natura tale da poter essere assorbito dal sistema economico senza dar luogo a marcate e prolungate oscillazioni cicliche (come, ad es., sostenuto, fra gli altri, da Joseph A. Schumpeter, [1912] 1934; 1939).

La tesi che argenteremo in quanto segue è che entrambe le *convinzioni* di cui sopra *non* possono essere sostenute in generale. In altri termini, i modelli macroeconomici ‘*mainstream*’ rappresentano casi particolari di situazioni di equilibrio le cui predizioni (e implicazioni di policy) non sopravvivono o almeno vanno adeguatamente qualificate non appena le ipotesi di base su cui tali modelli sono costruiti vengono allentate. In quanto segue mostreremo infatti che i percorsi che conducono alla *instabilità*, alle crisi e alle oscillazioni cicliche sono

¹ Diversi economisti hanno sottolineato, giustamente a nostro avviso, che la crisi è stata in parte alimentata dalla teoria macroeconomica contemporanea, basata su modelli DSGE, che ha informato la politica economica di banche centrali, di governi e di istituzioni sovranazionali. Questi modelli non consentono crisi finanziarie e quindi rendono ciechi gli operatori riguardo alla possibilità e all’attualità di tali crisi. Vedi in questo contesto soprattutto Buitert (2009) e, più recentemente, Alan Kirman (2011) e Paul Romer (2015; 2016). Anche Paul Krugman e Joseph Stiglitz hanno ripetutamente espresso il loro disincanto nei confronti della macroeconomia moderna.

² Hyman Minsky nel suo *Stabilizing an Unstable Economy* ([1986] 2008) ha chiarito perché le economie capitaliste con un sistema finanziario sofisticato sono inclini all’instabilità che emerge da quel sistema e interagisce con la parte reale dell’economia.

decisamente più numerosi e significativi di quanto molti macroeconomisti sembrano comunemente ritenere.

Iniziamo commentando brevemente alcuni presupposti fondamentali della moderna macroeconomia, presupposti che, a nostro avviso, sono alla base dei suoi deludenti risultati in chiave di spiegazione e previsione dei fenomeni economici. In ogni caso, tali presupposti mostrano un deficit empirico di microfondazioni, con buona pace dei macroeconomisti contemporanei che, sulla scorta di Lucas (1976), ritengono i propri modelli 'microfondati' analiticamente superiori a quelli elaborati dalla prima generazione degli economisti keynesiani negli anni '50 e '60 del secolo scorso.

In larga parte della macroeconomia moderna è ancora ipotizzato che esista un 'agente rappresentativo immortale' e che l'analisi del comportamento di tale agente possa costituire la base su cui erigere l'intero edificio teorico.³ In secondo luogo, si assume che questo agente si trovi di fronte delle condizioni tecniche di produzione che possano essere rappresentate da una funzione di produzione e che lui conosca tale funzione di produzione macroeconomica che è anche di un tipo ben specifico, come vedremo fra breve. In terzo luogo, si assume la validità di una specifica variante della Legge degli sbocchi o Legge di Say, secondo cui (in un'economia chiusa) la spesa totale per investimenti è in media pari al risparmio aggregato di pieno impiego. Un corollario significativo di questa specifica variante della Legge di Say è che, in media, la produzione effettiva segue strettamente la produzione potenziale. In termini di policy, ciò significa che le politiche di stabilizzazione congiunturale dal lato della domanda risultano di gran lunga meno significative e degne di attenzione analitica delle politiche dal lato dell'offerta volte a stimolare la crescita del PIL potenziale.

Il punto in questione va sottolineato. Come vedremo *infra*, alcuni economisti classici quali Smith e Ricardo adottavano una interpretazione differente della cosiddetta Legge degli sbocchi, interpretazione da cui *non* discende che l'unico equilibrio possibile del sistema economico sia quello di pieno impiego e da cui *non* discende che disturbi ciclici dal lato della domanda abbiano unicamente effetti transeunti sul PIL di equilibrio di medio-lungo periodo.

1. Microfondazioni?

I sostenitori della moderna macroeconomia neoclassica (e neokeynesiana) sono in genere orgogliosi di basare le proprie analisi su solide "microfondazioni". Purtroppo, un esame più attento mostra come questo sentimento di orgoglio sia mal riposto. Uno sguardo al contributo di Robert Lucas ci mostra cosa è successo e perché.⁴ Come è noto, Lucas ha utilizzato una versione semplificata del modello di equilibrio generale intertemporale per trovare delle risposte ai tradizionali quesiti della macroeconomia. Per Lucas ciò implicava l'uso di strumenti analitici innovativi per affrontare problemi che l'analisi keynesiana del secondo dopoguerra e la relativa macro-econometria non erano stati in grado di affrontare efficacemente proprio per la mancanza dei suddetti strumenti analitici. In altri termini, la nuova macroeconomia lucasiana veniva presentata come una innovazione della 'cassetta degli attrezzi'

³ Ci sono anche scuole di pensiero che evitano questo e altri presupposti menzionati nel seguito. In un breve articolo come questo non possiamo coprire tutti i diversi sviluppi nell'area in esame. Sottolineiamo quindi che non tutte le critiche avanzate si applicano indiscriminatamente a ciascuno delle numerose scuole di pensiero elaborate negli ultimi anni, anche come reazione al fallimento della teoria nello spiegare la grande recessione.

⁴ Per quanto segue, si veda anche la ricostruzione di David Laidler (2009) del perché la macroeconomia moderna si sia sviluppata come si è sviluppata e la critica a Lucas di Alan Blinder (1987) e la sua difesa di Keynes.

dell'economista. Tuttavia, una indagine più accurata mostra che si è trattato di un cambiamento molto più radicale che un semplice 'progresso' negli strumenti analitici utilizzati. In realtà i cambiamenti introdotti implicarono un fondamentale riorientamento della macroeconomia, della sua portata e del suo contenuto, e quindi una discontinuità sostanziale con ciò che la macroeconomia era stata fino ai primi anni '70. Con Lucas, la macroeconomia diventa una teoria che focalizza l'attenzione essenzialmente sul lungo periodo e privilegia come modello di riferimento il modello di equilibrio economico generale walrasiano (vedi Kurz, 2010). È nel lungo periodo infatti che, per Lucas, ci si può aspettare che tutti i mercati, incluso il mercato del lavoro, funzionino secondo le predizioni del modello walrasiano. In quest'ottica, si arriva ad adottare l'ipotesi eroica, assurda al rango di assioma, che tutti i mercati siano in equilibrio walrasiano *in ogni momento* e soprattutto che "we have a cleared labor market at every point in time" (Lucas, 2004, p. 16). Questo assunto elimina alla radice il problema che una volta era stata la *raison d'être* della macroeconomia keynesiana, ovvero spiegare quando e perché si generi disoccupazione involontaria in equilibrio e cosa si può fare al riguardo.⁵ In altri termini, una parte significativa della macroeconomia moderna è teoria di pieno impiego *tout court*. Pertanto, i lavori di Lucas (e associati) hanno comportato non una evoluzione bensì una 'rivoluzione' in senso stretto, ossia un ritorno a una impostazione teorica basata sulla variante neoclassica della Legge di Say, un'impostazione che prevede, anzi impone di analizzare tutti i mercati dell'economia *fra cui il mercato del lavoro* in termini di *funzioni* di domanda e di offerta dal comportamento 'regolare' ("well-behaved").

È giunto il momento di chiarire le differenze teoriche fra la variante classica e quella neoclassica della Legge di Say. Come si vedrà queste due differenti interpretazioni della Legge di Say nascono da due paradigmi teorici radicalmente differenti.⁶

Negli economisti classici la Legge di Say è stata discussa nell'ambito del problema se le decisioni di risparmio comportino *ipso facto* decisioni di accumulazione di capitale della stessa entità. Mentre i percettori di salario tipicamente spendono integralmente il proprio reddito in beni di consumo (non solo e non necessariamente *necessaries* ma anche *luxuries* nei periodi di 'alti salari'), i percettori di profitti e rendite potrebbero tesaurizzare in forma liquida una parte dei propri redditi in quanto tipicamente tali redditi eccedono la sussistenza. In tal caso, il risparmio non si tradurrebbe in nuova accumulazione di beni capitali e potrebbe materializzarsi il demone malthusiano dell'eccesso di produzione generalizzato di merci (*general glut of commodities*). Sia Smith che Ricardo escludono il fenomeno della tesaurizzazione del risparmio in forma liquida e dunque escludono che il processo di accumulazione del capitale possa arrestarsi per quella che oggi chiameremmo una carenza di domanda aggregata di merci. Ma, e qui sta il nocciolo della questione, per Smith e Ricardo è la domanda di merci riproducibili che si adegua spontaneamente alla produzione di merci per cui il pieno impiego del capitale *non* implica il pieno impiego della forza lavoro. Questo è il motivo per cui per un economista Classico non vi è contraddizione fra affermare la validità della Legge di Say e, nel contempo, analizzare situazioni di disoccupazione o sottooccupazione nel mercato del lavoro.

Per contro, l'approccio di Lucas alla macroeconomia presuppone che l'investimento aggregato sia sempre uguale al risparmio di pieno impiego, cioè alla quantità di risparmio che

⁵ Blinder (1987, p. 135) ha scritto: "Must we be restricted to microfoundations that preclude the colossal market failures that created macroeconomics as a subdiscipline?"

⁶ Inoltre, gli autori Classici non hanno avanzato l'idea di relazioni quantitativamente definite tra il prezzo di una cosa e la quantità di esso domandata o offerta nel mercato.

deriverebbe dal pieno utilizzo di *tutte* le risorse produttive, capitale e lavoro. Assume che non vi siano problemi di coordinamento intertemporale fra decisioni di risparmio, visto come mero differimento nel tempo di decisioni di consumo, e decisioni di produzione di beni capitali nuovi che non possano essere risolti dal sistema dei prezzi di equilibrio walrasiano intertemporale. Pertanto, se non vi è discrepanza tra investimenti pianificati e risparmi pianificati, non vi è neanche alcun problema di domanda effettiva aggregata di merci. Eppure, il mercato del lavoro può essere in equilibrio walrasiano “in ogni istante temporale” solo se non solo le imprese *si aspettano* di essere in grado di vendere in qualsiasi momento ciò che viene prodotto da una forza lavoro pienamente occupata, ma anche che esse siano *effettivamente* in grado di fare ciò in qualsiasi momento. Ossia, se e solo se le grandezze pianificate *ex ante* coincidono con le grandezze realizzate *ex post*. Ma perfino un’osservazione casuale sul mondo reale ‘li fuori’ mostra come sia infondata l’idea che il mercato del lavoro sia in equilibrio in ogni momento. Lucas ha giustificato la sua ipotesi riguardo la natura dell’equilibrio nel mercato del lavoro in termini di un’ulteriore ipotesi, ossia l’esistenza di un “banditore” che agisce “molto rapidamente” e che miracolosamente riesce a ridurre la logica “di un qualsiasi tipo di dinamica” a quella di un’economia in cui tutti i fattori produttivi sono persistentemente pienamente impiegati (Lucas, 2004, p. 23). Quindi, *per ipotesi*, fallimenti della mano invisibile del mercato, problemi di domanda effettiva, disoccupazione involontaria *et alia similia* sono stati rimossi dal quadro.

La figura dell’“agente rappresentativo” invocato in gran parte della macroeconomia dominante ai tempi della Grande Moderazione è particolarmente problematica. In primo luogo, ha di fatto eliminato il problema della distribuzione interpersonale del reddito dall’agenda dell’economista. Come è noto, per David Ricardo il problema principale di cui si deve occupare l’economia politica è studiare come il reddito prodotto in una data nazione in un dato istante temporale si distribuisce fra le varie classi sociali che a vario titolo hanno contribuito alla sua produzione sotto forma di salari, profitti e rendite e come la distribuzione del reddito fra le classi sociali cambi nel corso del tempo. Ovviamente, l’agente rappresentativo non ha motivo di preoccuparsi se il suo reddito è costituito da salari o profitti o rendite, in quanto tutti i tipi di reddito sono i suoi e, di conseguenza, l’economista può disinteressarsi del problema di Ricardo. Con una pluralità di agenti eterogenei, le cose sono molto diverse e note “dispute” (Adam Smith, [1776] 1976, Libro I, cap. viii, par. 12) sulla distribuzione del reddito riappaiono.⁷ In secondo luogo, non è mai stato dimostrato che il comportamento dell’agente rappresentativo possa essere derivato da una molteplicità di comportamenti di agenti eterogenei attraverso un processo coerente di aggregazione. Forni e Lippi (1997) hanno inoltre richiamato l’attenzione su una trascuratezza della macroeconomia moderna: la natura aggregata dei dati utilizzati. I modelli macroeconomici standard postulano agenti che massimizzano intertemporalmente ed elaborano equazioni dinamiche che collegano variabili economiche come consumo, reddito, investimento, tasso di interesse e occupazione. Quindi analizzano le proprietà di queste equazioni come la cointegrazione, la causalità di Granger e le restrizioni sui parametri. L’assunzione di agenti identici o omogenei induce il teorico della macroeconomia ad analizzare queste proprietà direttamente su dati aggregati. Ma questo pone un problema enorme, come diventa chiaro quando l’ipotesi di omogeneità viene analizzata sui dati disaggregati. L’abbandono dell’ipotesi di omogeneità mostra che, a parte casi fortuiti, la causalità granulosa unidirezionale della cointegrazione, le restrizioni sui parametri cadono

⁷ Il successo del libro di Piketty (2014) si può ricondurre almeno in parte alla trascuratezza delle questioni relative alla distribuzione del reddito e della ricchezza in economia, che era sotto l’incantesimo dell’agente rappresentativo.

vittima dell'aggregazione. Forni e Lippi concludono che la macroeconomia moderna non può pretendere di possedere microfondazioni solide.⁸

Se gli agenti hanno incentivi diversi e hanno preferenze diverse e soprattutto se fronteggiano vincoli diversi nei vari mercati in cui operano, essi tipicamente si comportano in modo diverso a seconda, tra l'altro, della distribuzione del reddito e della ricchezza. Tutto questo è escluso in buona parte dei modelli dominanti la moderna macroeconomia. Quindi, l'agente preso in considerazione è erroneamente chiamato "rappresentativo": non rappresenta una varietà di agenti diversi, ma uno solo.⁹ Il gregge e le singole pecore che costituiscono il gregge si comportano al medesimo modo, e soprattutto il comportamento del gregge è semplicemente n -volte il comportamento della singola pecora rappresentativa ovvero non esistono proprietà del comportamento aggregato *emergenti* rispetto alle proprietà del comportamento individuale. In breve, il concetto di *herd behaviour* non ha diritto di cittadinanza nei modelli con agente rappresentativo.

Una conseguenza di ciò è che la macroeconomia utilizza coraggiosamente un'assunzione implicita di *ceteris paribus*: qualunque cosa accada nel sistema economico, l'agente rappresentativo non ne è impressionato. È come una roccia tra le onde, massimizzando incessantemente l'utilità intertemporale su un orizzonte temporale infinito. Il sistema economico, qualunque cosa faccia, lo fa in modo ottimale, quindi come potrebbe mai andare fuori strada? *Ex hypothesi* questo è impossibile.

Passiamo a considerare la funzione di produzione macroeconomica utilizzata in gran parte della letteratura macroeconomica moderna. La funzione di produzione viene tipicamente e erroneamente definita "aggregata". Tuttavia, non è mai stato dimostrato che possa essere costruita attraverso un processo di aggregazione coerente a partire dai processi di produzione a livello microeconomico. In effetti, è stato dimostrato (Fisher, 1992) che questa aggregazione può realizzarsi solo in presenza di condizioni estremamente speciali per quanto riguarda la sottostante struttura microeconomica. La discussione di due casi elementari sarà sufficiente per individuare la natura dei problemi coinvolti. Il lettore consideri innanzitutto la funzione di produzione a tre fattori: $F(k_1, k_2, m)$, dove k_1 e k_2 sono due input di capitale e m è lavoro. Il problema è se esiste un "indice" del capitale, cioè se esistono una funzione $G(k_1, k_2)$ e una funzione di produzione a due fattori $H(K, m)$, tali che:

$$F(k_1, k_2, m) = H(G(k_1, k_2), m).$$

Fisher (1992, p. 46) richiama l'attenzione su una condizione necessaria e sufficiente (riguardante una proprietà delle derivate seconde della funzione di produzione). Non c'è bisogno di riprodurre qui tale condizione. Notiamo solo che da un punto di vista strettamente *economico* non c'è alcun argomento a favore dell'adozione di tale condizione: essa, infatti, implica semplicemente una riduzione arbitraria della dimensione dello spazio di tutte le possibili funzioni di produzione.

Un altro semplice caso è il seguente. Consideriamo due funzioni di produzione a tre fattori: $F_i(k_{1i}, k_{2i}, m_i)$, dove k_{1i} e k_{2i} sono input di capitale e m_i sono input di lavoro, le immagini delle

⁸ Forni e Lippi non sostengono che l'aggregazione sia di per sé negativa, ma lo è quella basata sull'agente rappresentativo.

⁹ Gorman (1961) ha individuato le condizioni necessarie e sufficienti per trattare una società di agenti massimizzanti l'utilità come se fosse costituita da un singolo individuo "rappresentativo". Dover assumere che le preferenze abbiano la *Gorman polar form* per aggrapparsi alle "microfondazioni" è chiaramente un caso grossolano di scelte volutamente *ad hoc*. (Le preferenze omotiche, che sono ampiamente utilizzate in questo tipo di letteratura, soddisfano le condizioni di Gorman.)

funzioni $F_i(k_{1i}, k_{2i}, m_i)$ non devono essere scalari: possono essere vettori. Il problema è se esiste un “indice” di capitale, cioè se esiste una funzione $G(k_{11} + k_{12}, k_{21} + k_{22})$ e una funzione di produzione a due fattori $H(K, m_1 + m_2)$ che dipende solo da ‘capitale’ e lavoro tali che:

$$F_1(k_{11}, k_{21}, m_1) + F_2(k_{12}, k_{22}, m_2) = H(G(k_{11} + k_{12}, k_{21} + k_{22}), m_1 + m_2).$$

Anche in questo caso la condizione necessaria e sufficiente è molto forte. Inoltre, nel caso particolare in cui l’impresa 1 produce solo merce 1 e l’impresa 2 produce solo merce 2, “the production possibility frontier for the entire system will consists only of flats; relative output prices will be fixed [...] and it is hardly surprising that output aggregation is possible” (Fisher, 1992, p. 135). Se, inoltre, il lavoro è l’unico fattore primario, cioè se *tutte* le merci, tranne il lavoro, sono prodotte, la funzione di produzione aggregata esiste se e solo se la teoria del valore-lavoro è valida! Questo è un risultato che ha giocato un ruolo significativo nella controversia fra le due Cambridge sulla teoria del capitale (per un resoconto sommario, vedi Harcourt, 1972 e Kurz e Salvadori, 1995, cap. 14). A questo argomento è dedicata la prossima sezione.

2. Il problema del capitale

Dalla controversia sul capitale fra le due Cambridge sono emersi una serie di risultati analitici che vanno contro le “convinzioni tanto amate” dai teorici neoclassici in tema di distribuzione del reddito e scelta delle tecniche produttive. In estrema sintesi, i risultati sono i seguenti.¹⁰

Il risultato che in quegli anni attirò una notevole attenzione fra i partecipanti al dibattito è la possibilità del ‘ritorno delle tecniche’ (*reswitching*) ovvero la possibilità che una intera tecnica (o sistema di produzione) possa essere ottimale a due differenti valori del saggio del profitto, mentre non è ottimale per valori intermedi. La conseguenza è che le varie tecniche, ossia le varie combinazioni di lavoro e capitale, non possono generalmente essere ordinate in modo monotono con il saggio di profitto (o piuttosto col rapporto w/r , dove w è il saggio di salario reale e r è il saggio di profitto). Da tale risultato all’apparenza di natura meramente logico-formale discendono una serie di conseguenze ‘spiacevoli’ per la teoria marginalista della produzione e distribuzione del reddito. In particolare, la direzione del cambiamento delle “proporzioni fra gli input” N e K non può essere correlata in modo univoco ai cambiamenti nelle variabili distributive w e r . Ciò contraddice il *principio neoclassico della sostituzione fra fattori produttivi*, normalmente invocato sia in microeconomia che in macroeconomia, ossia un principio che rientra a pieno titolo fra le “cherished beliefs” di Blanchard e Summers. Secondo tale principio, un aumento (diminuzione) del saggio di salario rispetto al saggio di profitto induce i produttori che intendono minimizzare i costi di produzione ad impiegare proporzionalmente meno (più) lavoro, che in seguito all’aumento di w/r è diventato l’input relativamente più costoso, e più ‘capitale’, che è diventato l’input relativamente meno costoso. Ossia, in seguito all’aumento di w/r , dovremmo osservare l’impiego di tecniche produttive maggiormente ‘capitalistiche’. Di conseguenza, dovremmo osservare un aumento del numero di lavoratori disoccupati in quanto ‘sostituiti’ da macchine.

Il principio di sostituzione è alla base delle funzioni standard, non a caso definite “*well-behaved*”, di domanda dei servizi dei fattori inversamente elastiche rispetto al prezzo dei

¹⁰ Per quanto segue, vedi Kurz e Salvadori (1995, cap. 14), Harcourt (1972), Garegnani (1970) e Petri (2016).

medesimi. Di contro, con il fenomeno del *reswitching* la funzione di domanda di un fattore potrebbe non essere inclinata verso il basso in tutto il suo dominio in quanto può presentare tratti con inclinazione positiva. Pertanto, una diminuzione del salario reale potrebbe non necessariamente implicare un aumento della quantità domandata di lavoro, contrariamente a quanto sostenuto dalla teoria neoclassica. I risultati della controversia sul capitale sono stati occasionalmente definiti come sterili, poco più che dei *curiosa* matematici, e comunque irrilevanti ai fini della comprensione di quanto accade nel “mondo reale lì fuori” e ai fini della definizione di politiche attive per il lavoro (vedi i riferimenti in Kurz e Salvadori, 1995, cap. 14). Tuttavia, il risultato in esame mostra che così non è. Se l'occupazione aggregata aumenta in seguito ad un incremento piuttosto che ad una diminuzione del salario reale, la saggezza convenzionale suggerirebbe al policy-maker una medicina che, lungi dal curare, finirebbe con il peggiorare la malattia della disoccupazione involontaria.

Il ‘ritorno delle tecniche’ fu accolto con incredulità nei circoli neoclassici e fece sì che Paul Samuelson chiedesse a uno dei suoi studenti, David Levhari, di dimostrarne l'impossibilità (vedi Levhari, 1965). Luigi Pasinetti, Pierangelo Garegnani e altri hanno dimostrato che la dimostrazione di Levhari era viziata. Considerato con il senno di poi, e vi è una certa ironia in questo, il contributo di Levhari finì con il rafforzare la posizione dei critici della teoria neoclassica.

Oltre al ritorno delle tecniche, un altro risultato a lungo discusso fu l'inversione del valore del capitale, *capital reversing*. Il fenomeno del *capital reversing* concerne la possibilità che la relazione tra il rapporto capitale/lavoro (K/L) o fra capitale/prodotto (K/Y) e il rapporto fra saggio di profitto e saggio di salario (r/w) sia crescente, contrariamente a quanto la macroeconomia neoclassica sostiene. Anche in questo caso, la proporzione fra gli input non necessariamente è in ogni suo tratto inversamente correlata alla proporzione fra i “prezzi dei fattori”. Inoltre, il consumo pro-capite (cioè per unità di lavoro impiegata) c e il saggio di profitto-saggio di interesse r possono essere positivamente correlati, contrariamente alla convenzionale saggezza neoclassica che vuole il risparmio e non il consumo pro-capite crescente, o comunque non-decrescente, al crescere di r . In definitiva, i comportamenti ‘perversi’ o non “well-behaved” potrebbero essere più comuni di quanto il vangelo neoclassico preveda.¹¹

Giunto a questo punto il lettore potrebbe chiedersi in cosa esattamente consista la critica della teoria neoclassica portata avanti dagli economisti di Cambridge (UK). Si tratta solo di mettere in luce una serie di risultati analitici, per quanto significativi e di ampia portata, oppure vi è dell'altro? Al livello più profondo, la critica alla teoria neoclassica esprime una confutazione della *Weltanschauung* neoclassica di come funziona l'economia di libero mercato: il tipo di “forze” che essa seleziona (in particolare, le preferenze dei singoli agenti presi in isolamento gli uni dagli altri) a scapito di altre forze (come ad es. il potere economico), la metodologia individualistica adottata e il metodo analitico utilizzato. Più specificamente, implica un attacco ad un uso illegittimo della “clausola del *ceteris paribus*” che non tenga debito conto delle condizioni stringenti che devono valere affinché si possa cambiare il prezzo di una sola merce o di un solo fattore produttivo per volta senza che nulla altro cambi nel sistema dei prezzi. Se queste condizioni non valgono, allora al variare di un prezzo anche altri prezzi devono variare: i *ceteris* cessano di essere *paribus*. Pertanto, i risultati ottenuti usando in modo improprio la clausola del *ceteris paribus* nel senso sopra spiegato sono destinati ad essere fuorvianti, non

¹¹ Qui non ci occupiamo del problema che è stato chiamato la “probabilità” del *reswitching*, che è un problema spinoso. Ai fini di questo articolo è sufficiente indicare casi che contraddicono le “cherished beliefs” di cui sopra.

solo quantitativamente, ma anche qualitativamente: possono condurre il teorico a postulare forme funzionali di relazioni tra variabili economiche che sono significativamente differenti da quelle derivate in un quadro di equilibrio generale. È superfluo sottolineare che i risultati conseguiti da una analisi di equilibrio parziale condotta in spregio delle condizioni che ne garantiscono la validità teorica risultano essere una guida altamente inaffidabile in sede di decisioni di politica economica.

Alla luce dei risultati emersi nel corso della controversia sulla teoria del capitale, le convenzionali 'leggi' microeconomiche della domanda di input e dell'offerta di output risultano altamente problematiche. L'apparato convenzionale di analisi della domanda e dell'offerta si dimostra molto meno solido di quanto molti economisti contemporanei siano inclini a pensare.

Le implicazioni di questi 'risultati negativi' per la teoria neoclassica vanno ben al di là delle tematiche del valore e della distribuzione, il che non dovrebbe sorprendere più di tanto visto che queste tematiche costituiscono il fulcro dell'analisi economica. In ogni caso, anche altri ambiti dell'economia politica, quali ad esempio la teoria del commercio internazionale, la teoria della crescita e dello sviluppo, la teoria della tassazione etc., sono finiti sotto la lente di ingrandimento dei critici di Cambridge (UK) e dintorni.

Come è ovvio, non sono mancate le risposte da parte degli autori che si considerano, o sono in genere considerati, come appartenenti all'economia cosiddetta *mainstream*. Paul Samuelson ha ammesso la correttezza della critica nel suo articolo "A Summing up" (Samuelson, 1966). Lui e Edwin Burmeister erano particolarmente affascinati dalla possibilità di una relazione positiva tra il consumo pro-capite e il tasso di interesse. Questa fu vista come la più sorprendente di tutte le 'perversioni' stabilite nella controversia fra le due Cambridge. Nelle sue *Marshall Lectures* Robert Lucas (2002), comprensibilmente, avvertì il bisogno di definire in cosa esattamente consisteva l'oggetto della controversia sul capitale e, una volta definito l'oggetto del contendere, chi avesse ragione. Secondo Lucas, l'oggetto del contendere riguardava la natura, eterogenea o meno, del capitale. Se il nocciolo della questione era se il capitale fosse costituito o meno da mezzi di produzione eterogenei, egli ammise – bontà sua! – che "da tempo la questione è stata risolta in favore della sponda inglese dell'Atlantico" (Lucas, 2002, p. 56, nostra traduzione). *Pace* Lucas, l'eterogeneità dei beni capitali non è mai stata oggetto di disputa fra le due Cambridge! Sorprendentemente, però, Lucas aggiunse che il capitale fisico deve essere trattato come se fosse un bene omogeneo. Lucas ha giustificato questa svolta radicale insistendo sul fatto che il capitale fisico, al pari del capitale umano, "andrebbe considerato una *forza*, non direttamente osservabile, che *possiamo postulare* al fine di considerare *in maniera unitaria* alcune cose che *possiamo* osservare" (*ibidem*, le prime tre enfasi e la traduzione sono nostre; vedi anche Lucas, 1988, p. 36). La svolta di Lucas solleva questioni metodologiche complesse che qui non possiamo debitamente affrontare. Ci limitiamo a chiederci se esistano dei limiti e eventualmente quali essi siano all'arbitrio dell'economista teorico nel selezionare gli assiomi su cui costruire i propri modelli interpretativi della realtà. In ogni caso, resta il fatto che Lucas scelse di affrontare il problema del capitale nella teoria neoclassica ignorandolo *tout court*.

Andreu Mas Colell (1989), d'altra parte, ha sottolineato che la relazione tra il rapporto capitale/lavoro e il tasso di rendimento del capitale può avere praticamente qualsiasi forma. Ciò implica che la "funzione di domanda" del capitale in termini di saggio di interesse potrebbe non essere inclinata negativamente nel punto in cui interseca una determinata "funzione di offerta" di capitale. L'equilibrio risultante, ammesso che sia unico, sarebbe instabile. A questo

punto, il lettore può lecitamente chiedersi, con Marshall, quale sia il potere esplicativo di un equilibrio instabile.

Col passare del tempo, un numero crescente di economisti seguì le orme di Lucas e semplicemente scelse di ignorare i risultati delle controversie fra le due Cambridge riguardo la teoria del capitale. Tale scelta ha comportato che oggi la conoscenza del problema è bassissima, in particolare fra gli economisti più giovani. Questi ultimi di norma posseggono solo vaghe nozioni su cosa si discuteva, sui risultati conseguiti e su come questi potrebbero influenzare il loro lavoro di ricerca.

Tuttavia, i problemi che affliggono l'economia neoclassica non si fermano qui. Come mostriamo nella sezione seguente, anche in un contesto di saggio di interesse (o saggio di profitto) nullo, le "credenze consolidate" non possono generalmente essere sostenute, come hanno dimostrato Arrigo Opocher e Ian Steedman nel loro recente libro *Full Industry Equilibrium* (2015; si veda anche il simposio ad esso dedicato nel 2017 in *Metroeconomica*).

3. L'economia neoclassica alla prova di un saggio di profitto nullo

Opocher e Steedman mostrano numerosi casi in cui i produttori possono scegliere da un insieme dato di tecniche alternative e in cui gli imprenditori walrasianamente non fanno né profitti né perdite (ossia vale la *zero-profit condition* nota a tutti gli studenti di teoria dell'impresa in concorrenza perfetta nel lungo periodo), e nondimeno le "laws of input demand" (Hicks, 1939; Samuelson, 1947) derivate a livello microeconomico in un contesto di equilibrio parziale non sono vere in generale. Un cambiamento nel prezzo di mercato del servizio di un input primario (come terra o lavoro) può indurre, ad esempio, un cambiamento *qualitativo* nell'uso degli input, inclusi gli input a loro volta prodotti di vario tipo.

Opocher e Steedman stabiliscono i seguenti risultati:

- Nel caso di un numero arbitrario di soli input primari o di soli due input (almeno uno dei quali è prodotto) non sorge alcun problema: le leggi convenzionali della domanda di input prevedono correttamente gli effetti di sostituzione.
- Con più di due input (almeno uno dei quali è prodotto) una variazione parametrica nel prezzo di un input comporta una varietà di effetti compensatori in altri prezzi attraverso adeguamenti dei costi e dei prezzi in tutta l'economia.
- Esiste una differenza fondamentale tra input primari ossia non-prodotti e input prodotti: mentre il prezzo di mercato di un input primario o aumenta o diminuisce rispetto a tutti gli altri prezzi di input, il prezzo di mercato di un input prodotto aumenta rispetto ad alcuni prezzi di input mentre diminuisce rispetto ad altri.
- Questo è il motivo per cui nessuna "law of input demand" può prevedere il cambiamento qualitativo nell'uso di un input prodotto, anche se tutte le coppie di input presenti nell'economia in esame sono sostituti nel senso di Hicks.
- Ne consegue che una semplice relazione tra l'uso di un input prodotto e il suo prezzo di mercato (in termini di qualche *numéraire*), come è tipicamente assunto nei libri di testo microeconomici e macroeconomici e nelle analisi empiriche, non ha alcun significato teorico.

Può accadere, ad esempio, che un aumento del saggio di salario sia associato ad un aumento dell'occupazione del lavoro per unità di prodotto – una possibilità contemplata, per esempio, già da Schumpeter, il quale, tuttavia, non disponeva dei mezzi analitici per dimostrare

formalmente questa possibilità. In tal modo otteniamo *al livello di una singola impresa e di un singolo settore* dei fenomeni che ricordano in qualche modo il ritorno delle tecniche e dell'inversione del valore del capitale, ossia fenomeni che riguardano il *livello dell'economia nel suo complesso*. Le "leggi" apparentemente semplici e 'naturali' della domanda di input e dell'offerta di output sono violate. Come è noto, nel 1848 John Stuart Mill scrisse: "per fortuna, non c'è niente riguardo le leggi del Valore che rimanga a un autore contemporaneo o futuro da risolvere; la teoria sull'argomento è completa" ([1848] 1965, Libro III, cap. 1, nostra traduzione). A oltre un secolo e mezzo di distanza Opocher e Steedman mostrano che questa affermazione è ancora lungi dall'essere vera.

Le implicazioni dei risultati ricordati in questa sezione e nella precedente sono che le curve di domanda e di offerta potrebbero non essere "*well-behaved*" e che i mercati potrebbero non essere stabili nel senso che una deviazione dall'equilibrio potrebbe attivare forze che tendono ad amplificare invece che smorzare gradualmente tale deviazione. La presunzione che i singoli mercati e l'economia nel suo complesso tendano spontaneamente all'equilibrio e, *a fortiori*, la presunzione per cui nella situazione di equilibrio spontaneamente raggiunta tutte le opportunità di scambio mutuamente vantaggiose siano sfruttate dagli agenti non possono essere generalmente sostenute. Tale conclusione è emersa in vario modo e per vie differenti nella letteratura, anche quella prodotta da economisti vicini o comunque non-ostili al *mainstream*.¹² Va sottolineato però che questi ultimi tendono a trattare gli aspetti problematici della teoria 'ricevuta' al pari del "caso dei beni di Giffen" nella teoria del consumo, minimizzandone così la portata.¹³

Nella sezione seguente forniamo un ulteriore argomento per cui la presunzione che l'economia tenda spontaneamente sempre all'equilibrio dovrebbe essere abbandonata. Ci riferiamo ai processi che conducono alla generazione di prodotti/processi innovativi. L'innovazione implica quelli che Joseph Alois Schumpeter definiva processi di "distruzione creativa". Questi processi possono essere dirompenti e destabilizzare l'economia.

4. Innovazione: una fonte di instabilità e di comportamento ciclico

Secondo Schumpeter ([1912] 1934) le innovazioni sono "the overwhelming fact" nella storia economica del capitalismo. Lo sviluppo economico procede in modo eminentemente non-lineare, a salti e strappi, è necessariamente ciclico, e comporta ripetutamente situazioni in cui la stabilità globale del capitalismo è messa in discussione. Schumpeter era convinto che l'alternarsi delle fasi cicliche sia in genere il risultato di cambiamenti fondamentali (shock) la

¹² Un esempio calzante è, naturalmente, uno dei pionieri della moderna economia *mainstream*, Kenneth Arrow; si veda la sezione seguente.

¹³ Un caso emblematico è Schumpeter, che in un saggio pubblicato nel 1917 difese la tradizionale teoria della domanda e dell'offerta di lungo periodo contro l'accusa di non essere in grado di spiegare i fatti, in particolare la distribuzione del reddito. Gran parte del suo lavoro mostra un affermato economista neoclassico che sottolinea il ruolo del "principio di sostituzione" nella produzione e nel consumo. Sulla base di questo principio sostiene la tradizionale domanda monotonicamente decrescente per i servizi dei fattori, cioè, $\partial q_{ij}/\partial e_j \leq 0$, dove q_{ij} è la quantità di fattore j necessaria per produrre una unità di merce i ed e_j è il saggio di remunerazione del servizio del fattore j . Ma poi, improvvisamente, Schumpeter mostra il suo senso delle "anomalie" che minano la dottrina che ha appena decantato: fa riferimento a una forma non convenzionale della curva di domanda per il lavoro e traccia un'analogia tra questa e il "paradosso di Giffen" nella teoria del consumo. Schumpeter osserva: "it could happen that consequent upon a rise in wages the entrepreneur finds it advantageous to forego to a larger extent quantities of other means of production and increase his demand for labour" (Schumpeter, 1916-1917, pp. 85-86 n.).

cui genesi è da rintracciare nella parte reale dell'economia, i mercati finanziari agendo come meri amplificatori degli impulsi iniziali. A suo avviso, la Grande Depressione degli anni '30 del secolo scorso è un raro esempio di 'tempesta perfetta' dovuta alla sfortunata coincidenza temporale fra le fasi recessive di tre diversi tipi di cicli: il Kondratieff, lo Juglar e il Kitchin. In particolare, la riduzione dei profitti nei settori elettrico, chimico e automobilistico alla fine degli anni '20 e all'inizio del 1930 riflettevano la fase finale di un ciclo di Kondratieff e culminarono nella Grande Depressione (Schumpeter, 1939, p. 754). Delli Gatti et al. (2012) hanno focalizzato l'attenzione su specifici eventi e rigidità che hanno esacerbato la Grande Depressione: gli effetti del cambiamento tecnico in agricoltura negli anni '30. La crescente meccanizzazione dei processi produttivi in agricoltura, insieme ai costi elevati di riallocazione intersettoriale dei disoccupati 'tecnologici' e a una domanda anelastica di beni agricoli, hanno comportato una drastica riduzione dei redditi agrari. La riduzione dei redditi agrari ha comportato effetti recessivi a cascata in altri settori dell'economia americana. Gli effetti distruttivi del processo creativo delle innovazioni possono a volte essere talmente grandi da scuotere le fondamenta stesse della società e dell'economia di libero mercato. Come è noto, il sistema non si avvìò su sé stesso sino a implodere solo grazie al New Deal lanciato da Franklin Delano Roosevelt (anche se alcuni commentatori fanno notare che la ripresa definitiva dell'economia statunitense si ebbe solo grazie al keynesismo militare indotto dalla partecipazione degli USA alla Seconda Guerra Mondiale). La recente crisi finanziaria ed economica ha ancora una volta dimostrato in modo impressionante la vulnerabilità delle nostre economie, e mentre c'è chi crede che si tratti di un fenomeno puramente finanziario, al contrario c'è motivo di pensare che il cambiamento tecnico nel settore manifatturiero e la scarsa capacità di assorbimento del sistema nel suo insieme sia di grande importanza per comprendere quello che è successo (vedi ancora Delli Gatti et al., 2012 e la bibliografia da loro citata).

Per circa un secolo dalla pubblicazione degli *Elements* di Leon Walras non è stato possibile rispondere in modo soddisfacente alla questione della stabilità di un equilibrio economico generale (EEG). In altri termini, la convinzione largamente diffusa fra gli economisti *mainstream* riguardo la stabilità dei sistemi di mercato non era supportata da alcuna prova teorica convincente. Le cose sono cambiate nella prima metà degli anni '70 con i contributi di Hugo F. Sonnenschein, Rolf Mantel e Gérard Debreu. Purtroppo, i risultati conseguiti da questi autori hanno finito per evidenziare la fragilità della visione convenzionale. In breve: è possibile dimostrare la stabilità di EEG solo se introduciamo sulla scena ipotesi molto forti sulle funzioni di eccesso di domanda aggregata accanto a quelle standard della teoria dell'EEG. Queste ipotesi aggiuntive implicano che gli agenti possiedono un'infinità di informazioni! La ragione di questo risultato negativo va ricercata nella interdipendenza dei diversi mercati: qualunque cosa accade in un dato mercato può influenzare ciò che accade in tutti gli altri mercati per poi ripercuotersi sul primo mercato, e così via. Il processo in genere comporta *effetti di reddito*. Pertanto, i salari più bassi nel mercato del lavoro determinano una minore domanda di beni di consumo, che a sua volta causa una minore domanda di lavoro, e così via. In un certo senso i flussi circolari di spesa del reddito che caratterizzano un'economia di libero mercato ostruiscono il funzionamento 'regolare' contemplato dalla visione convenzionale. Il risultato negativo relativo alla stabilità ha spinto diversi economisti, tra cui Martin Hellwig (2009, p.

340) e Alan Kirman (2011), a considerare la teoria dell'equilibrio generale della varietà Arrow-Debreu come un programma di ricerca fallito.¹⁴

Ciò che vale per la teoria dell'equilibrio generale propriamente detta si applica a maggior ragione alla moderna macroeconomia, che si vanta di rappresentare una versione semplificata della prima.

Arrow aveva da tempo espresso il suo disincanto per la teoria per la quale è stato insignito del premio Nobel. Ha sottolineato la difficoltà, se non l'impossibilità, di prevedere gli eventi economici futuri, dato che gli agenti economici basano le loro decisioni sulle loro aspettative riguardo al comportamento di tutti gli altri, che a loro volta si basano sulle proprie aspettative, ecc. Ciò richiede, come Keynes aveva sottolineato in particolare per quanto riguarda i mercati finanziari, di formulare aspettative sulle aspettative degli altri. L'economista, che cerca di predire lo sviluppo di un'economia, si trova quindi di fronte al compito erculeo di prevedere tutte queste aspettative interconnesse. Come Keynes aveva chiarito grazie alla famosa metafora del concorso di bellezza nel Capitolo 12 della sua *Teoria Generale*, e come il caso di Sherlock Holmes e Moriarty esemplifica in modo netto, assumere perfetta informazione conduce a formidabili difficoltà filosofiche.

Arrow ha insistito sul fatto che un sistema economico di mercato, per essere perfetto, avrebbe bisogno dell'esistenza di mercati per tutti i prodotti e servizi e tutti i possibili stati del mondo da oggi fino alla fine dei tempi. Tuttavia, non esiste un insieme completo di mercati nel senso di Arrow. In particolare, non possono esistere oggi mercati per beni e servizi che oggi non sono ancora stati inventati, e così torniamo al ruolo delle innovazioni: il grande tema di Schumpeter. Questo è il motivo per cui Arrow ha preso le distanze da un assunto fondamentale alla base della teoria dell'EEG – un'ipotesi sostenuta con forza anche da Hayek e dai suoi seguaci – cioè che i prezzi contengano *tutte* le informazioni necessarie di cui i singoli agenti hanno bisogno per prendere (buone) decisioni. Contro questa ipotesi Arrow ha sottolineato come una grande quantità di informazioni importanti non passa attraverso il sistema dei prezzi. Questo è esemplificato dai prezzi in un mercato finanziario immediatamente prima che scoppi una bolla. Questi prezzi dicono molto poco sul valore "vero" delle risorse. Da queste considerazioni risulta che non è possibile sostenere "l'ipotesi del mercato efficiente" per quanto riguarda i mercati finanziari.

In una conferenza che Arrow ha tenuto alla Banca nazionale austriaca il 22 ottobre 2013, ha sottolineato come le innovazioni comportino delle serie difficoltà per le ipotesi generalmente accettate nella teoria dell'EEG e possano portare al fenomeno del contagio e del comportamento imitativo (*herd behaviour*):

Un fattore chiave nell'organizzazione dell'economia è il set di credenze che ognuno ha riguardo gli altri. Le persone cambiano le proprie credenze con la ricerca, il calcolo, l'analisi, e quando si analizza la questione correttamente, questo dà luogo a considerevoli anomalie rispetto alle teorie standard che io e molti altri abbiamo sviluppato. Quindi in un certo senso mi trovo in difficoltà rispetto al lavoro che ho fatto in passato (Volantino che annuncia la conferenza di Arrow, Austrian National Bank).

È forse interessante notare che un professionista della politica monetaria, l'ex governatore della Bank of England, Mervyn King, arrivò alla visione ultra critica: "It is hubris to think that we understand how the economy works, we don't." Il suo giudizio si applica naturalmente alla macroeconomia convenzionale (e non a una qualsiasi delle visioni eterodosse).

¹⁴ È significativo notare (vedi Hellwig, 2009, p. 340 n.) che Arrow non ha incluso nei suoi *Collected Papers* i suoi contributi al problema della stabilità dell'equilibrio economico generale elaborati alla fine degli anni '50.

Passiamo ora brevemente a considerare l'ultimo punto sollevato da Blanchard e Summers, cioè se gli shock temporanei possono avere effetti a lungo termine. Da un punto di vista keynesiano o kaleckiano la risposta è ovvia.

5. Effetti a lungo termine degli eventi di breve periodo

Come notato da Sraffa (1960), esiste un punto di vista alternativo a quello neoclassico sui meccanismi di funzionamento di un'economia di mercato e sul ruolo dei prezzi. Tale punto di vista, sviluppato dagli economisti classici si concentra su quelle caratteristiche di un sistema economico che non dipendono dal cambiamento né della proporzione fra i fattori produttivi né nella scala di produzione. Pertanto, il punto di vista classico, al contrario di quello neoclassico, non è vincolato a dover costruire e analizzare economie controfattuali in cui avvengono cambiamenti virtuali infinitesimi. Il metodo classico di fare teoria economica conduce a risultati analitici sostanzialmente differenti da quelli raggiunti dalla teoria neoclassica.

In particolare, nella teoria classica non vi è alcuna presunzione che il sistema economico tenda alla piena occupazione delle sue risorse produttive, in particolare del lavoro. La disoccupazione involontaria del lavoro è piuttosto vista come un fenomeno normale non solo nel breve, ma anche nel lungo periodo in un'economia concorrenziale; si veda in questo contesto in particolare la discussione di Ricardo sulla riduzione della domanda di lavoro a causa dell'introduzione e della diffusione di macchinari e di altre forme di progresso tecnico.

Anche i modelli macroeconomici neo-keynesiani prevedono una disoccupazione persistente in equilibrio. Blinder (1987, p. 134) si era retoricamente chiesto: "e se ci fosse una tendenza sistematica dell'output ad essere troppo basso in media?" e si era risposto: "allora l'obiettivo keynesiano di innalzare i picchi negativi senza abbassare quelli positivi inizia ad avere senso". Va sottolineato però, che diversamente dall'economia classica, i modelli neo-keynesiani riconducono la disoccupazione alle imperfezioni del mercato del lavoro e alle frizioni di vario genere che impediscono all'economia di giungere rapidamente (o del tutto) in una posizione di piena occupazione; vedi, per esempio, Blanchard e Galí (2008). Questi modelli di Blanchard e altri condividono il concetto neoclassico di prezzi come indici di scarsità relativa, concetto che non si trova negli economisti classici, come vedremo fra breve (su questo punto, vedi anche Brancaccio in Blanchard e Brancaccio, 2019).

Menzioniamo solo di sfuggita il fatto che vari autori da lungo tempo hanno espresso dubbi sulla compatibilità del capitalismo con la piena occupazione permanente del lavoro. Come ha sottolineato Kalecki (1943) la piena occupazione erode la disciplina del lavoro e modifica gli equilibri di potere dai proprietari di capitali ai lavoratori e ai sindacati. Il fatto che vi sia o meno pieno impiego ha conseguenze politiche, oltre che strettamente economiche.

Il fondamento della visione degli economisti classici del sistema economico si riflette nella loro teoria dei prezzi relativi e alla distribuzione del reddito. Secondo Smith e Ricardo, i prezzi 'naturali' non svolgono il compito di guidare l'economia verso la piena occupazione. Al contrario della teoria neoclassica, nella teoria classica i prezzi delle merci riproducibili in settori in cui prevale la *free competition* riflettono la distribuzione del prodotto tra i lavoratori, i proprietari dei beni capitali, e i proprietari delle risorse naturali, in condizioni istituzionali socio-storicamente determinate. Al contrario di quanto avviene nella teoria neoclassica, la distribuzione del reddito non è spiegata dai Classici con riferimento alla domanda e alla offerta di fattori produttivi. Solo in relazione alle risorse naturali, in determinate condizioni, può

esserci una spiegazione di una quota distributiva (la rendita della terra) in termini di produttività marginale. In particolare, il profitto non è visto come la remunerazione del fattore capitale determinata dalla sua produttività marginale: il profitto per i Classici è un reddito residuale che si determina all'interno di un dato sistema di produzione e dati i salari reali (o la quota dei salari).¹⁵

Nell'impostazione neoclassica, un'economia concorrenziale si trova sulla frontiera delle sue possibilità produttive, frontiera, come è noto, determinata dalla tecnologia disponibile, dalla dotazione (*endowment*) di fattori produttivi e da fattori istituzionali (ad es., grado di protezione dei diritti di proprietà, *enforcement* dei contratti, grado di apertura al commercio internazionale etc.), oltre che dalle preferenze dei proprietari dei fattori produttivi. In altri termini, non vi è spazio per il problema del sottoutilizzo delle risorse produttive nel lungo periodo. Si tratta di una visione che trova riscontro nei fatti oppure di una illusione ottica? La domanda è meno ingenua di quanto possa apparire a prima vista. Una peculiarità dei sistemi vincolati dalla domanda (*demand-constrained*) è che per periodi di tempo più lunghi la capacità in eccesso non diventa pienamente visibile e l'osservatore può facilmente cadere vittima dell'illusione che essa sia di fatto quasi sempre pienamente utilizzata. Per quanto riguarda il lavoro, è stato da tempo messo in luce con il fenomeno del *de-skilling*: essere a lungo inattivi è accompagnato da un graduale deterioramento delle competenze e anche della capacità di lavorare. Per quanto riguarda gli impianti e le attrezzature, una loro sottoutilizzazione protratta nel tempo implica un disincentivo agli investimenti netti, un ridotto tasso di formazione di nuovo capitale, un più lento assorbimento del progresso tecnologico nel sistema produttivo (i beni capitali nuovi sono di norma quelli che incorporano le nuove tecnologie), di conseguenza un minore saggio di crescita del PIL effettivo e potenziale. Quindi un livello di domanda aggregata effettiva insufficiente a garantire il pieno impiego della capacità produttiva per un periodo di tempo ha effetti sia nel breve periodo, a causa di una sottoutilizzazione della capacità, sia nel lungo periodo, per una riduzione di ulteriori incrementi di capacità produttiva.

Assumiamo due economie identiche tranne per il fatto che la prima, grazie ad una migliore politica di stabilizzazione, riesce a realizzare in media, in una serie di boom e slump, un tasso medio di utilizzo della capacità più elevato rispetto alla seconda economia per cui la prima economia cresce all'8% all'anno, mentre la seconda cresce solo del 7%. Questo può sembrare un problema insignificante, e nel breve periodo lo è sicuramente, ma dopo circa 70 anni la prima economia ha una dimensione doppia della seconda malgrado avessero la stessa dimensione all'inizio. Quindi la domanda effettiva è importante sia nel breve che nel lungo periodo. L'esperienza suggerisce anche che non vi è motivo di presumere che ci si possa aspettare che i risparmi effettivi si muovano sufficientemente vicino alla piena occupazione e ai risparmi di piena capacità. Persistentemente alti saggi di disoccupazione in molti paesi, sia sviluppati che meno sviluppati, indicano fortemente che i problemi di crescita e sviluppo non possono essere adeguatamente trattati se si assume il pieno impiego.

Mentre la forza lavoro diminuisce a causa della persistente disoccupazione causata da un effettivo calo della domanda, il capitale sociale cresce a un ritmo più lento di quello che sarebbe altrimenti possibile. In entrambi i casi gli effetti di una domanda effettiva insufficiente sono nascosti. L'osservatore disattento potrebbe effettivamente concludere che a lungo termine si può presumere che il sistema operi in condizioni di piena occupazione del lavoro e prossimo

¹⁵ Naturalmente, anche i salari possono essere concettualizzati come reddito residuo, a condizione che sia garantito un livello minimo, che si ottiene all'interno di un dato sistema di produzione e con il saggio di profitto che riflette la politica della banca centrale e il suo impatto sui mercati finanziari.

al pieno utilizzo della capacità, mentre ciò che è realmente accaduto è che la domanda effettiva ha rallentato la crescita dell'offerta economica. È un equivoco in cui facilmente cadono gli economisti dell'offerta (*supply side*) che il lato dell'offerta può essere studiato senza tenere conto della domanda effettiva.

Nell'assumere la piena occupazione del lavoro e il pieno utilizzo della capacità produttiva, le teorie neoclassiche, vecchie e nuove, seguono l'esempio di Solow che, nel suo contributo del 1956, ha esplicitamente accantonato i problemi di domanda effettiva e ha assunto quella che definiva una "tight rope view of economic growth" (Solow 1956). Ciò non significa che non ci siano problemi di questo tipo, come Solow ha sottolineato più volte, e anche più di recente (vedi Aghion e Durlauf, 2005, p. 5). Nonostante i suoi avvertimenti, i teorici della crescita neoclassica, tra cui Lucas, hanno continuato a preoccuparsi quasi esclusivamente della dinamica dell'output potenziale, ossia di quell'ipotetico (e inosservabile) livello dell'output che le economie sarebbero in grado di generare qualora tutti gli input fossero costantemente impiegati in modo tale da non generare dinamiche inflattive. La possibilità che l'output effettivo diverga in modo persistente dall'output potenziale a causa di una insufficienza di domanda aggregata e la possibilità che la dinamica stessa dell'output potenziale sia influenzata dalla dinamica della domanda aggregata non vengono di norma prese in seria considerazione.

Prova ne sia che l'indice per materia dell'*Handbook of Economic Growth* appena citato non ha alcuna voce su *capacity utilization* o su *capital utilization*. Ignorare il lato della domanda, cioè assumere la variante neoclassica della Legge di Say, può essere giustificato in termini dell'importanza della crescita di lungo periodo rispetto alle fluttuazioni di breve periodo. Ma questi autori sono vittime dell'illusione di cui sopra.

6. Osservazioni conclusive

Alla luce di quanto sopra, ci sia permesso di dubitare che l'"evoluzione" della macroeconomia *mainstream* andrà nella direzione di una più approfondita comprensione dei meccanismi di funzionamento delle economie contemporanee. Da parte nostra siamo inclini a pensare che sia piuttosto necessaria una "rivoluzione". Uno dei significati del termine "rivoluzione" è quello di richiamare alla memoria un precedente stato di cose, politico, economico o scientifico. Nelle scienze politiche questo può significare che una società sconvolge un sistema tirannico, considerato come illegittimo, e ritorna ad un ordine sociale e politico, che è considerato legittimo. Per venire alla nostra disciplina, la scienza economica, sarebbe rivoluzionario un ritorno al modo in cui gli economisti classici e Keynes hanno rappresentato il sistema economico e compreso il suo funzionamento. A nostro avviso, una rivoluzione di tal genere condurrebbe la nostra disciplina fuori dalle secche in cui si trova al momento incagliata e restituirebbe agli economisti la stima e il rispetto di cui un tempo godevano presso l'opinione pubblica.

Anche se siamo consapevoli che occorre definire una metrica del merito per potere giudicare una teoria migliore di un'altra, nondimeno corriamo il rischio di elencare gli elementi che ci sembrano indispensabili per elaborare una teoria macroeconomica migliore dell'esistente.

1. Abbandonare l'assunto dell'"agente rappresentativo". Il processo economico è in gran parte generato da interessi, punti di vista, comportamenti individuali contrastanti.

2. Abbandonare l'assunzione di un solo bene prodotto e prevedere l'esistenza di diversi settori produttivi nell'economia; distinguere almeno tra un settore che produce beni capitali e uno che produce beni di consumo.
3. Abbandonare il punto di vista secondo cui la "quantità di capitale" nell'economia in un determinato momento può essere fornita indipendentemente dai prezzi relativi e dal saggio di rendimento del capitale e ammettere il fatto che il valore del capitale cambia al variare della distribuzione del reddito.
4. Abbandonare il punto di vista secondo cui il progresso tecnico può essere paragonato alla Manna dal cielo o alla pioggia calda che cade in modo uniformemente su ogni angolo della terra, aumentando la produttività in modo regolare e costante, e includere il fatto che le innovazioni comportino la distruzione dell'economia e un processo di distruzione creativa, in cui la parte reale e la parte monetaria dell'economia interagiscono.
5. Abbandonare il punto di vista secondo cui esiste una sola forma di progresso tecnico e consentire forme diverse che tipicamente hanno effetti diversi su quantità e qualità dell'occupazione del lavoro, sulla struttura dell'economia, sulle forme di mercato e più in generale sul sistema sociale e politico.¹⁶
6. Abbandonare il punto di vista secondo cui il settore finanziario e monetario dell'economia è intrinsecamente stabile ed efficiente e prevedere i fenomeni di contagio e comportamento imitativo (vedere, ad esempio, Minsky, [1986] 2008 e Kirman, 2011).
7. Abbandonare la Legge di Say e l'opinione secondo cui gli investimenti e i risparmi sono portati in equilibrio dal saggio di interesse e ammettere il fatto che l'economia può essere caratterizzata anche per lunghi periodi di tempo da un livello insoddisfacente di impiego della forza-lavoro e della capacità produttiva.
8. Abbandonare il punto di vista secondo cui la crescita e lo sviluppo dell'economia sono guidati in primo luogo dai consumatori e dai risparmiatori piuttosto che dagli investitori e dagli innovatori e riconoscere il fatto che in un'economia con sofisticate istituzioni finanziarie non è il risparmio delle famiglie a limitare la capacità di finanziamento degli investimenti operati dalle imprese (vedere Schumpeter, [1912] 1934).
9. Abbandonare il punto di vista secondo cui l'uso e l'esaurimento delle risorse naturali non incidono in modo rilevante sull'economia e possono dunque essere trascurati e prendere consapevolezza del fatto che il prezzo di una risorsa naturale può mostrare forti oscillazioni anche se la quantità prodotta e utilizzata della risorsa segue un andamento costante nel tempo (vedere Sraffa, 1960; e Kurz e Salvadori, 2015, parte V).
10. Abbandonare il punto di vista secondo cui ciò che conta sono solo le conseguenze previste di azioni umane pianificate. Occorre prendere sul serio l'intuizione dell'Illuminismo scozzese: la metafora della "mano invisibile" si riferisce principalmente alle conseguenze non intenzionali dell'agire umano. Per usare le parole di Adam Ferguson: "History is the result of human action, but not of human design."

Il decalogo sopra tratteggiato consentirebbe all'economista contemporaneo di tornare ad analizzare il proprio oggetto di studio dalla prospettiva degli economisti classici, da Adam Smith a Ricardo, e da quelle di Keynes e Kalecki. Salendo sulle spalle di questi giganti del passato, l'economista contemporaneo potrebbe godere di un punto di osservazione privilegiato da cui guardare più lontano.

¹⁶ C'è ragione di presumere che il "capitalismo dei dati" basato su "tecnologie intelligenti", l'Intelligenza artificiale e accompagnato dall'ascesa di "superstar firms" (David Autor) influenzi il sistema socio-economico e alteri il suo funzionamento; si veda, per esempio, la discussione in Kurz *et al.* (2018).

Bibliografia

- Aghion P. e Durlauf S. N. (a cura di) (2005), *Handbook of Economic Growth*, 2 voll., North-Holland: Elsevier
- Blanchard O. e Brancaccio E. (2019), "Pensare un'alternativa. Dialogo tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio", *Micromega*, 2, pp. 7-30; (cfr. anche Blanchard O. e Brancaccio E., "Crisis and Revolution in Economic Theory and Policy: A Debate", *Review of Political Economy*, published online 6 August 2019).
- Blanchard O. e Summers L.H. (2017), "Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution?", *NBER Working Paper*, n. 24179, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Blanchard O. e Summers L.H. (2019), "Ripensare la politica macroeconomica: evoluzione o rivoluzione?", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 171-195 (trad. it. di Blanchard e Summers, 2017).
- Blanchard, O. e Gali, J. (2008), "A New Keynesian Model with Unemployment", *NBER Working Papers*, n. 13897, marzo, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Blinder A.S. (1987), "Keynes, Lucas, and Scientific Progress", *American Economic Review*, 77(2), pp. 130-136.
- Brancaccio, E. (2017). *Anti-Blanchard. Un approccio comparato allo studio della macroeconomia*, Milano, Franco Angeli, terza edizione.
- Brancaccio E. e Califano A. (2018), *Anti-Blanchard Macroeconomics. A Comparative Approach*, Cheltenham (UK) e Northampton (MA, USA): Edward Elgar.
- Buiter W.H. (2009), "Central Banks and Financial Crises", paper presentato al simposio della Federal Reserve Bank of Kansas City's *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Jackson Hole, Wyoming, 21-23 agosto 2008, pp. 495-633.
- Delli Gatti D., Gallegati D.M., Greenwald B.C., Russo A. e Stiglitz J.E. (2012), "Mobility Constraints, Productivity Trends, and Extended Crises", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 83 (3), pp. 375-393.
- Fisher F.M. (1992), *Aggregation: Aggregate Production Functions and Related Topics*, in *Collected Papers by Franklin M. Fisher*, a cura di John Monz, Cambridge (MA): The MIT Press.
- Forni M. e Lippi M. (1997), *Aggregation and the Microfoundations of Dynamic Macroeconomics*, Oxford: Oxford University Press.
- Garegnani P. (1970), "Heterogeneous Capital, the Production Function and the Theory of Distribution", *The Review of Economic Studies*, 37 (3), pp. 407-436.
- Gorman W.M. (1961), "On a Class of Preference Fields", *Metroeconomica*, 13, pp. 53-56.
- Harcourt G.C. (1972), *Some Cambridge Controversies in the Theory of Capital*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Hellwig M. (2009), "Kenneth Joseph Arrow", in Kurz H.D. (a cura di), *Klassiker des ökonomischen Denkens*, vol. 2 (pp. 320-353), Munich: Beck.
- Hicks J.R. (1939), *Value and Capital*, Oxford: Oxford University Press.
- Kalecki M. (1943), "Political Aspects of Full Employment", *The Political Quarterly*, 14 (4), pp. 322-330.
- Kirman A. (2011), *Complex Economics: Individual and Collective Rationality. The Graz Schumpeter Lectures*, London: Routledge.
- Kurz H.D. (2010), "On the Dismal State of a Dismal Science?", *Homo Oeconomicus*, 27 (3), pp. 369-389.
- Kurz H.D. e Salvadori N. (1995), *Theory of Production*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Kurz H.D. e Salvadori N. (2015), *Revisiting Classical Economics. Studies in Long-Period Analysis*, London: Routledge.
- Kurz H.D., Schuetz M., Strohmaier R. e Zilian S. (2018), "Riding a New Wave of Innovations. A Long-Term View at the Current Process of Creative Destruction", *Wirtschaft und Gesellschaft*, 44 (4), pp. 545-583.
- Laidler D. (2009), "Lucas, Keynes, and the Crisis", *Journal of the History of Economic Thought*, 32 (1), pp. 39-62.
- Levhari D. (1965), "A Non Substitution Theorem and Switching of Techniques", *Quarterly Journal of Economics*, 79, pp. 98-105.
- Lucas R.E. (1976), "Econometric Policy Evaluation: A Critique", in *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 1, pp. 19-46. doi:10.1016/S0167-2231(76)80003-6
- Lucas R.E. (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22 (1), pp. 3-42.
- Lucas R.E. (2002), *Lectures on Economic Growth*, Cambridge (MA) e London: Harvard University Press.
- Lucas R.E. (2004), "Keynote Address to the 2003 HOPE Conference: My Keynesian Education", *History of Political Economy*, supplemento annuale, 36 (5), pp. 12-24.
- Mas Colell A. (1989), "Capital Theory Paradoxes: Anything Goes", in Feiwel R. (a cura di), *Joan Robinson and Modern Economic Theory* (pp. 505-520), London: Macmillan.
- Mill J.S. ([1848] 1965), *Principles of Political Economy with Some of Their Applications to Social Philosophy*, 1a ed., in: *Collected Works*, a cura di J. M. Robson, Vol. III. Toronto: Toronto University Press.
- Minsky H. ([1986] 2008), *Stabilizing an Unstable Economy*, 1a ed., New York: McGraw-Hill.
- Opocher A. e Steedman I. (2015), *Full Industry Equilibrium*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Petri F. (2016), "Capital Theory", in Faccarello G. e Kurz H.D. (a cura di), *Handbook on the History of Economic Analysis*, vol. II: *Developments in Major Fields of Economics* (pp. 40-69), Cheltenham (UK) e Northampton (MA, USA): Edward Elgar.
- Piketty T. (2014), *Capital in the 21st Century*, Cambridge (MA): Harvard University Press.

- Romer P.M. (2015), "Mathiness in the Theory of Economic Growth", *American Economic Review*, 105 (5), pp. 89-95.
- Romer P.M. (2016), "The Trouble with Macroeconomics", disponibile alla URL: <https://ccl.yale.edu/sites/default/files/files/The%20Trouble%20with%20Macroeconomics.pdf>.
- Samuelson P.A. (1947), *Foundations of Economic Analysis*, Cambridge (MA): Harvard University Press.
- Samuelson P.A. (1966), "A Summing Up", *Quarterly Journal of Economics*, 80 (4), pp. 568-583.
- Schumpeter J.A. (1916-1917), "Das Grundprinzip der Verteilungstheorie", *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik*, 42, pp. 1-88.
- Schumpeter J.A. ([1912] 1934), *Theory of Economic Development*, Cambridge (MA): Harvard University Press (trad. ingl. della seconda edizione tedesca).
- Schumpeter J.A. (1939), *Business Cycles*, 2 voll., New York: McGraw Hill.
- Smith A. ([1776] 1976), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, in Campbell R.H. e Skinner A.S. (a cura di), *The Glasgow Edition of the Works and Correspondence of Adam Smith*, 2 voll., Oxford, Oxford University.
- Solow, R. (1956). "A Contribution to the Theory of Economic Growth". *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, No. 1 (Feb., 1956), pp. 65-94.
- Sraffa P. (1960), *Production of Commodities by Means of Commodities. Prelude to a Critique of Economic Theory*, Cambridge: Cambridge University Press.



Moneta e Credito

vol. 72 n. 287 (settembre 2019)

Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio

La solitudine dell'agente rappresentativo: eterogeneità e interazione per una nuova macroeconomia

GIOVANNI DOSI e ANDREA ROVENTINI*

Abstract:

La Grande Recessione è stata un esperimento naturale per la macroeconomia, mostrando l'inadeguatezza della teoria dominante basata sui modelli DSGE. La macroeconomia dovrebbe considerare l'economia come un sistema complesso in evoluzione, cioè come un'ecologia popolata da agenti eterogenei, che interagiscono fuori dall'equilibrio cambiando continuamente la struttura stessa del sistema. Quindi, la macroeconomia non può ridursi alle scelte micro di un agente rappresentativo, ma le complesse interazioni tra gli agenti portano all'emergenza di nuovi fenomeni e strutture gerarchiche a livello macro. Questo è alla base dei modelli ad agenti eterogenei, che offrono una nuova metodologia per modellare economie complesse "dal basso", con microfondazioni in linea con l'evidenza empirica.

The Great Recession was a natural experiment for macroeconomics, showing the inadequacy of the predominant theoretical framework grounded on DSGE models. Macroeconomics should consider the economy as a complex evolving system, i.e. as an ecology populated by heterogeneous agents, whose far-from-equilibrium interactions continuously change the structure of the system. This in turn implies that macroeconomics cannot be shrunk to representative-agent micro, but agents' complex interactions lead to emergence of new phenomena and hierarchical structure at the macro level. This is what is taken into account by agent-based models, which provide a novel way to model complex economies from the bottom-up, with sound empirically-based microfoundations.

Dosi: Scuola Superiore Sant'Anna, Pisa,
email: giovanni.dosi@santannapisa.it
Roventini: Scuola Superiore Sant'Anna, Pisa
e OFCE Sciences Po, Sophia-Antipolis,
email: andrea.roventini@santannapisa.it

Per citare l'articolo:

Dosi G, Roventini A: (2019), "La solitudine dell'agente rappresentativo: eterogeneità e interazione per una nuova macroeconomia e disuguaglianza", *Moneta e Credito*, 72 (287): 249-258.

DOI: https://doi.org/10.13133/2037-3651_72.287_7

JEL codes:

B41, B50, E32, E52

Keywords:

macroeconomics, economic policy, agent based models

Homepage della rivista:

<http://www.monetaecredito.info>

Il dibattito tra Emiliano Brancaccio e Olivier Blanchard si colloca nella più ampia discussione sulla crisi e possibile rifondazione della teoria macroeconomica scaturita dalla crisi finanziaria del 2008 e dalla Grande Recessione (Blanchard e Summers, 2019; Brancaccio, 2019; Blanchard e Brancaccio, 2019). I due autori, in modi più o meno espliciti, affrontano temi sia teorici che di politica economica. Per Emiliano è necessario un paradigma economico alternativo rispetto a quello fondato sull'equilibrio economico generale e l'agente rappresentativo che permetta di slegare la produzione dalla distribuzione del reddito. Tale

* Contributo al numero speciale di *Moneta e Credito* dal titolo "Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio", ispirato dal dibattito tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio tenutosi presso la Fondazione Feltrinelli a Milano il 18 dicembre 2018. Numero a cura di Emiliano Brancaccio e Fabiana De Cristofaro.



paradigma dovrebbe ri-basarsi sui contributi classici di Marx, Sraffa, Pasinetti, Garegnani e molti altri. Olivier discute cinque lezioni o sfide che la macroeconomia deve affrontare e le implicazioni per la politica monetaria e fiscale. Entrambi partono da un'ispirazione teorica keynesiana: dopo la crisi, gli economisti che credono 'talebanamente' nelle magnifiche sorti e progressive del libero mercato sono diventati dei panda (i cui problemi riproduttivi non andrebbero peraltro curati).

Il confronto tra Blanchard e Brancaccio solleva varie questioni teoriche, alcune delle quali restano aperte. In un nostro recente articolo (Dosi e Roventini, 2019) avanziamo una proposta che consideriamo più generale e radicale, e che si basa sulla necessità di un ulteriore balzo in avanti per rifondare la metodologia della scienza economica dalle sue fondamenta. L'economia va infatti considerata come un *sistema complesso in evoluzione*, dove i fenomeni macroeconomici come le crisi, la crescita, etc. emergono dalle continue interazioni tra agenti (es. famiglie, imprese, banche) eterogenei. Solo così è possibile sviluppare teorie veramente microfondate che permettano di analizzare congiuntamente problemi come la disuguaglianza, l'interazione tra il sistema finanziario e l'economia reale, la natura endogena dei cicli economici e delle crisi, la distruzione creativa del progresso tecnologico. Tali teorie richiedono lo sviluppo di *modelli agent-based* che riescono a spiegare congiuntamente diversi fenomeni micro e macro economici e possono quindi essere impiegati per disegnare e valutare l'impatto di politiche monetarie, fiscali, strutturali, industriali, d'innovazione sulla dinamica economica di breve e lungo periodo.

Per spiegare e motivare perché riteniamo che l'economia debba essere rifondata sulla scienza della complessità, dobbiamo partire da qualche nozione epistemologica di base di cui molti economisti sembrano essere all'oscuro. Tutte le discipline scientifiche – tranne purtroppo gran parte dell'economia politica 'moderna' – descrivono i fenomeni oggetto del loro studio distinguendo tra un livello micro, più 'basso', e uno più 'alto' che analizza i risultati aggregati e normalmente non è isomorfo al primo. Per esempio, nella termodinamica, non ha alcun senso studiare le proprietà di una molecola 'media' o 'rappresentativa'. Questo punto fondamentale è stato più volte rilevato da Kirman (2016) e al di fuori della scienza economica da Anderson (1972) e Prigogine (1980) tra molti altri. Epistemologicamente, l'aggregato di entità interagenti porta all'*emergenza* di proprietà che non possono essere ridotte al comportamento (cosciente o incosciente) di alcune componenti identificabili. Per i ricercatori delle scienze naturali è ovvio: sarebbe persino offensivo cercare di spiegare che la dinamica di un alveare può essere caratterizzata dalle scelte o aggiustamenti di un'"ape rappresentativa" (Kirman, 2016). Nelle scienze sociali, la relazione tra 'micro' e 'macro' è stata al centro dell'analisi sin dalla loro origine, per esempio nello studio della relazione tra gli agenti e le strutture sociali cui appartengono. In economia, un esempio paradigmatico è l'idea (spesso mal compresa) della mano invisibile di Adam Smith: una proposizione sulla mancanza di isomorfismo tra la cupidigia del singolo macellaio o fornaio e le loro consegne regolari di carne e pane ai consumatori nei diversi mercati.

1. L'infanzia (felice) della macroeconomia

Dopo questa premessa, consideriamo brevemente la storia della macroeconomia, che è nata come disciplina a sé stante con i contributi di Keynes. Fino agli anni '70 c'erano due 'macro'. La prima si occupava della crescita e può essere ben rappresentata dal modello di

Solow, caratterizzata implicitamente da un'idea sottostante di razionalità e equilibrio, ma senza alcun riferimento alle scelte allocative di un agente rappresentativo considerato come una versione 'sintetica' di un equilibrio economico generale. Allo stesso tempo, la distinzione tra modelli descrittivi *à la* Solow, Kaldor e Pasinetti (nonostante le loro differenze) e normativi *à la* Ramsey era chiarissima agli economisti prima dell'avvento di Lucas e colleghi. Infine, il cambiamento tecnologico era separato dai meccanismi allocativi delle risorse.

La seconda macro si occupava di studiare le fluttuazioni economiche con uno spirito keynesiano, ma con una metodologia neoclassica. Era la cosiddetta Sintesi Neoclassica fondata sui contributi di Hicks, Modigliani, Patinkin, Samuelson e altri keynesiani soprattutto americani e basata sul modello IS-LM, che lasciava sempre spazio nel breve periodo a politiche fiscali e monetarie di stabilizzazione dell'output. Dall'altra parte dell'Atlantico, i keynesiani europei¹ (oggi ormai conosciuti come Post-keynesiani) erano invece più focalizzati a studiare le leggi del moto della dinamica capitalistica che comprendevano il moltiplicatore, l'acceleratore, la distribuzione del reddito, etc. Nei Post-keynesiani c'era e c'è uno scetticismo diffuso verso ogni tipo di microfondazione, forse perché identificata come il primo passo verso l'applicazione dell'individualismo metodologico. Ma lo studio del funzionamento dell'alveare *non* deve essere costruito sulla conoscenza di quello che l'ape rappresentativa pensa, ma, al contrario, le microfondazioni permettono di studiare come la macro struttura dell'alveare influenza la distribuzione dei comportamenti delle api. Riprenderemo questo punto successivamente.

All'estremo opposto c'era il monetarismo di Milton Friedman che riconduceva l'economia ad un sistema pre-industriale dove vigevano la legge di Say e la teoria quantitativa della moneta, che veleggia sempre verso un equilibrio "naturale" di pieno impiego e nella quale le politiche fiscali e monetarie sono sempre dannose.

2. I nuovi "Classici": il fanatismo e oltre

Purtroppo, rispetto alle successive involuzioni della macroeconomia, il monetarismo si è rivelato perfino moderato (*sic*). Infatti, a partire dagli anni '70, l'economia è piombata in un Medio Evo teorico (Krugman, 2011; Romer, 2016). Per cominciare, la restaurazione "New Classical" ha abolito ogni distinzione tra economia normativa e positiva tra, ad esempio, modelli alla Ramsey e alla Solow. Paradossalmente, nei lavori degli economisti New Classical, spesso fondamentalisti del mercato, si deriva la soluzione del modello partendo dall'ottimizzazione intertemporale di un pianificatore centrale benevolo e solo alla fine la si riconduce misteriosamente all'equilibrio decentralizzato di un mercato concorrenziale. Naturalmente, questi tripli salti mortali carpiati non sarebbero necessari se si potesse costruire un modello di equilibrio economico generale "genuino", cioè con agenti eterogenei nelle loro preferenze e dotazioni. Purtroppo, ciò non è possibile sin dai teoremi di Sonnenschein-Mantel-Debreu ben conosciuti, ma ignorati dagli economisti (Kirman, 1989). Di fronte a questo limite invalicabile, si è invece scelto di *non* affrontare il problema del coordinamento ricorrendo alla patetica scorciatoia *dell'agente rappresentativo* che non ha nessuna legittimazione teorica (Kirman, 1992).

La contro-rivoluzione dei Nuovi "Classici" si è spinta fino a sterminare ogni tipo di frizione che permetteva alle politiche fiscali e monetarie di avere effetti almeno nel breve periodo. Perché un agente rappresentativo con aspettative "razionali" in grado di risolvere sofisticati problemi di

¹ Una discussione dei "keynesiani italiani" e dei loro legami con lo sviluppo recente dei modelli ad agenti eterogenei in Italia si trova in Dosi e Roventini (2017).

ottimizzazione intertemporale da oggi alla fine dei tempi dovrebbe tenere conto di qualche distorsione se i mercati sono competitivi e sempre in equilibrio? Le politiche di stabilizzazione economica sono infatti inutili se il mercato permette sempre di raggiungere allocazioni Paretiane di *first-best*. Ovviamente ciò accade unicamente perché il mercato si incarna in un agente rappresentativo: eventuali problemi di coordinazione o allocazione potrebbero essere razionalizzati solo attraverso episodi di manifesta schizofrenia dell'agente stesso!

Di fronte a questa progressiva discesa nell'abisso della macroeconomia New Classical, pensiamo che gli economisti avrebbero dovuto reagire come suggeriva Bob Solow in un'intervista con A. Klammer:

Supponiamo che qualcuno si sieda affianco a me annunciandomi di essere Napoleone Bonaparte. L'ultima cosa che voglio è infilarmi in una discussione tecnica sulle tattiche della cavalleria nella battaglia di Austerlitz. Se lo faccio, mi sono tacitamente lasciato portare nel gioco in cui lui è Napoleone. Ora, Bob Lucas e Tom Sargent non amano niente di più delle discussioni tecniche, perché a quel punto hai tacitamente accettato le loro ipotesi fondamentali; la tua attenzione è distratta via dalla debolezza fondamentale della storia complessiva. Visto che trovo l'approccio complessivo ridicolo, rispondo trattandolo come ridicolo, ridendone – per non cadere nella trappola di trattarlo seriamente e passare alle questioni tecniche (Solow, in Klammer, 1984, p. 146, nostra traduzione).

Invece, questi novelli "Napoleoni" sono stati presi seriamente da colleghi e dal mondo intero (*sic*). A nostro avviso ciò è stato dovuto anche ad uno *Zeitgeist* che sosteneva la "magia dei mercati" e che è riconducibile all'egemonia politica ben rappresentata da Ronald Reagan e Margaret Thatcher. Ciò ha portato a politiche economiche incentrate su privatizzazioni, liberalizzazione finanziaria, austerità fiscale (o, dove possibile, tagli fiscali) che sono state imposte per decenni dal Fondo Monetario Internazionale e recentemente dall'Unione Europea. Tutto questo per una fede cieca nelle virtù taumaturgiche del mercato. Il punto cruciale che vogliamo sottolineare è che i cambiamenti egemonici nella teoria macroeconomica devono anche essere interpretati attraverso l'evoluzione delle relazioni di potere tra i diversi gruppi sociali e politici, che spesso non portano a progressi della teoria stessa, tutt'altro!

Il punto più astruso (e ridicolo) del fanatismo è stato raggiunto con i modelli della Teoria del Ciclo Reale che considerano le fluttuazioni economiche come una sequenza di equilibri Paretiani guidati da shock tecnologici aggregati. Ovviamente la domanda che si pone immediatamente riguarda la natura di questi shock, dato che le recessioni non possono che essere provocate da episodi di regressione tecnologica (per esempio si rompono tutte le lavatrici o c'è un lunghissimo black-out elettrico). Prescott, uno dei padri di questa teoria, offre una candida spiegazione degli shock tecnologici negativi: "È il traffico congestionato laggiù!" (dove "laggiù" si riferisce a un ponte congestionato, come riportato in Romer, 2016, p. 5). Ovviamente le proposizioni della teoria del ciclo reale non sono supportate da alcuna evidenza empirica. Ma il prezzo pagato dalla macroeconomia per questa attività di "trolling" intellettuale è stato enorme!

3. Nuovi keynesiani, nuovi monetaristi e la nuova sintesi neoclassica

A partire dagli anni '80, gli economisti "New Keynesian", di cui Blanchard forse è l'esponente più autorevole, invece di seguire il consiglio di Solow, preferirono accettare le regole del gioco dei Nuovi "Classici" e lavorare al margine sulle assunzioni ausiliarie del

modello standard. Hanno così introdotto una legione di rigidità nominali e reali in modelli microfondati sulla base di un agente rappresentativo con aspettative razionali. In questo modo sono riusciti a dimostrare alcuni risultati teorici come la non neutralità della moneta, ritenuti scontati prima del Medio Evo della macroeconomia. Certamente la maggiore sensatezza e flessibilità delle conclusioni ottenute dai modelli New Keynesian permette un confronto con teorie alternative, come il libro di Brancaccio (2017) dimostra (l'“anti-Prescott” potrebbe forse solo essere un testo di psichiatria). Purtroppo, parlare di tattiche di cavalleria ad Austerlitz con i vari Napoleoni ha contribuito a diffondere l'infezione: Mankiw e Romer (1981) sono arrivati a scrivere che la macroeconomia neo-keynesiana dovrebbe essere rinominata come “neo-monetarista” e DeLong (2000) ha discusso il “trionfo del monetarismo”. In effetti, la macroeconomia New Keynesian ricorda l'omeopatia: si aggiungono quantità minime di imperfezioni e frizioni al modello standard per mitigarne i risultati più scandalosi e ottenere qualcosa che abbia un senso economico.

Ma l'omeopatia non ha sconfitto l'infezione che è così divenuta sepsi con la Nuova Sintesi Neoclassica basata sui modelli Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE): si veda, ad esempio, Galí and Gertler (2007). Tali modelli innestano la concorrenza monopolistica, diverse imperfezioni e una regola monetaria su un modello basato sulla teoria del ciclo reale. Per molti versi, i modelli DSGE non sono nient'altro che l'ultima fase tolemaica della teoria: si aggiungono ep cicli *ad libitum* senza alcuna disciplina teorica o empirica per cercare di replicare meglio i dati. In quest'estasi dell'epiciclo, nessuno sembra considerare come sia ridicolo assumere che un mitologico agente rappresentativo sia allo stesso tempo estremamente sofisticato nel pianificare le allocazioni future, ma ricada in abitudini di consumo o fissi i prezzi indicizzandoli a quelli passati (Caballero, 2010, fornisce una vivida descrizione di questa situazione surreale)!

C'è anche una versione 'buona' del Neo-Keynesianismo, più radicale rispetto a quella di cui Blanchard è il massimo esponente, che ha sviluppato modelli con microfondazioni standard che però considerando le imperfezioni come caratteristiche strutturali dell'economia (si vedano tra gli altri Akerlof e Yellen, 1985; Akerlof, 2002, 2007; Greenwald e Stiglitz, 1993a, 1993b).² Asimmetrie informative pervasive richiedono infatti un'eterogeneità vera e interazioni tra gli agenti che possono portare a risultati keynesiani derivanti da sistematici fallimenti di coordinamento (per una discussione dei contributi di Stiglitz, si veda Dosi e Virgillito, 2017).

4. Dalla grande moderazione alla grande recessione

All'inizio del nuovo millennio, Lucas (2003) dichiarava baldanzosamente che il problema della prevenzione delle depressioni economiche era stato risolto, mentre un crescente numero di contributi della Nuova Sintesi Neoclassica indicava che la politica economica era diventata finalmente una scienza (per es. Galí e Gertler, 2007). Questo ottimismo era reso possibile dalla diffusione massiccia dei modelli DSGE dentro e fuori l'accademia e dal culto della “divina coincidenza” (forse coniata per la prima volta da Blanchard e Galí nel 2007) per cui una politica monetaria focalizzata sul controllo dell'inflazione permetteva allo stesso tempo di stabilizzare l'economia e la disoccupazione (anche se la maggior parte dei modelli DSGE non contemplano la disoccupazione). In questo periodo Panglossiano, alcuni economisti si spinsero a ricondurre

² Il contributo di Leijonhufvud (1968) è stato pionieristico nell'interpretare la teoria keynesiana sulla base di processi di disequilibrio di mercato e fallimenti di coordinazione tra gli agenti.

la “Grande Moderazione” a una buona politica economica guidata dai modelli DSGE (Bernanke, 2004).

Sfortunatamente, come è successo alla famosa tesi di Francis Fukuyama (1992) su una possibile “fine della storia”,³ queste posizioni sono state spazzate via dai fatti successivi. Infatti, un evento micro, la bancarotta di Lehman Brothers nel 2008, ha scatenato una crisi finanziaria mondiale che ha portato alla Grande Recessione, la più grande contrazione economica che abbia colpito le economie dei paesi sviluppati dal 1929.

Come la Grande Depressione e gli shock petroliferi, la Grande Recessione è stata un esperimento naturale per l'analisi economica che ha mostrato inequivocabilmente l'inadeguatezza del modello teorico dominante. Infatti, come ben evidenziato da Krugman (2011), i modelli DSGE non solo non sono riusciti a prevedere la crisi, ma non riescono né a spiegarla né a razionalizzarla e quindi non possono fornire alcuna indicazione di politica economica per contrastare la crisi e stabilizzare l'economia (si veda anche Stiglitz, 2011; Fagiolo e Roventini, 2017).

Gli economisti della Nuova Sintesi Neoclassica hanno reagito cercando di arrivare ad una sorta di Concilio di Trento della macroeconomia. I modelli DSGE sono stati infatti imbottiti di una nuova miriade di epicicli per includere shock finanziari, ‘nanodosi’ di eterogeneità, e depressioni esogene. Ma l'imperatore è ancora nudo e i risultati non sono affatto soddisfacenti (come si evince da Lindé e Wouters, 2016).

Al contrario, un numero crescente di economisti ha considerato la crisi economica del 2008 come la crisi *della* teoria economica (tra gli altri Caballero, 2010; Krugman, 2011; Stiglitz, 2011; Kirman, 2016; Romer, 2016; Dosi e Roventini, 2019). Infatti, la storia stessa offre una prova inconfutabile contro le assunzioni alla base della macroeconomia DSGE, come l'agente rappresentativo e le aspettative razionali. I pilastri su cui poggiano i modelli DSGE non permettono infatti di spiegare la coesistenza di fluttuazioni “piccole” con l'emergenza di crisi rare e profonde, e, più in generale con la stessa dinamica dell'economie, dato che i cicli derivano sempre da shock esogeni. Inoltre, sulla base di microfondazioni basate sull'agente rappresentativo, è impossibile studiare fenomeni centrali per la macroeconomia come la disuguaglianza crescente, le interrelazioni tra la finanza e l'economia reale, il rischio sistemico e le ondate di bancarotte, l'innovazione ed il cambiamento strutturale.

5. Verso una macroeconomia microfondata sulla complessità

In un paradigma teorico alternativo, la teoria macroeconomica deve considerare *l'economia come un sistema complesso in evoluzione*, dove le interazioni locali di agenti eterogenei (es. imprese, lavoratori, banche, etc.) che avvengono al di fuori dell'equilibrio portano ad un ordine collettivo emergente, anche se la struttura del sistema cambia continuamente (Farmer e Foley, 2009; Kirman, 2016; Dosi e Virgillito, 2017). Questo paradigma teorico si fonda su alcuni principi basilari.

³ Recentemente, in un'intervista rilasciata al New Statesman (“Francis Fukuyama interview: «Socialism ought to come back»”, 17 ottobre 2018, disponibile alla URL: <https://www.newstatesman.com/culture/observations/2018/10/francis-fukuyama-interview-socialism-ought-come-back>), Fukuyama ha cambiato opinione, denunciando gli effetti disastrosi delle politiche economiche perpetrate sotto l'ideologia del libero mercato promossa dall'avvento della coppia Reagan e Thatcher, e suggerendo l'introduzione di programma redistributivi per ridurre la disuguaglianza e una maggiore regolamentazione dei mercati finanziari.

- i. Per cominciare, *more is different* (Anderson, 1972): non c'è alcun isomorfismo tra la micro e la macro. A livelli più elevati di aggregazione possono emergere fenomeni completamente nuovi (es. cicli economici, crisi e crescita di lungo periodo) e regolarità statistiche (ad es. le curve di Phillips, Okun e Beveridge).
- ii. Il sistema economico si caratterizza per *criticalità auto-organizzantesi* (*self-organized criticality*): i disequilibri possono cumularsi nel corso del tempo conducendo all'insorgenza di *tipping points* che possono essere attivati da shock apparentemente innocui (Bak *et al.*, 1992).
- iii. In un mondo complesso, l'*incertezza* è così profonda e pervasiva (Knight, 1921) che gli agenti non possono costruire il modello 'corretto' dell'economia, né tantomeno dividerlo tra di loro e con chi costruisce il modello (Kirman, 2014).
- iv. Al contrario, gli agenti devono affidarsi a *euristiche* che sono strumenti robusti per l'inferenza e la scelta di quali azioni intraprendere (Gigerenzer e Brighton, 2009).
- v. Naturalmente, le *interazioni locali* tra agenti non portano di norma a risultati efficienti o a equilibri ottimali.
- vi. Dal punto di vista normativo, in un mondo complesso, i policy-maker devono perseguire la *resilienza* del sistema, spesso attraverso la ridondanza e la degenerazione (Edelman e Gally, 2001). Una provocazione rende forse meglio l'idea: qualcuno volerebbe su un aereo progettato da un economista di Chicago?

Se la teoria macroeconomica prende seriamente in considerazione la complessità, i modelli DSGE devono essere necessariamente cestinati e rimpiazzati dai *modelli ad agenti eterogenei* (*agent-based*) che incorporano naturalmente l'eterogeneità, interazioni locali e dirette tra gli agenti, dinamiche non-lineari e di disequilibrio (LeBaron e Tesfatsion, 2008; Fagiolo e Roventini, 2017; Dawid e Delli Gatti, 2018; Dosi e Roventini, 2019). Perciò i modelli *agent-based* offrono una metodologia alternativa per rifondare la macroeconomia senza antropomorfizzarla nell'agente rappresentativo, ma partendo da modelli con *microfondazioni genuine*, che considerano seriamente il problema dell'aggregazione e sono in grado di riprodurre e spiegare la crescita endogena e l'emergenza di cicli economici punteggiati da crisi profonde. Dal punto di vista normativo, la flessibilità estrema nelle assunzioni riguardanti il comportamento degli agenti e le loro interazioni permette ai modelli *agent-based* di essere impiegati come laboratori per disegnare politiche economiche e testarne gli effetti sulla dinamica economica.

Come ricordato da Haldane e Turrell (2019), il primo prototipo di modello ad agenti eterogenei è stato sviluppato da Enrico Fermi negli anni '30 per studiare il movimento dei neutroni (naturalmente Fermi non pensava di costruire un modello con un neutrone rappresentativo!). Con l'adozione di metodologie Monte Carlo, i modelli ad agenti eterogenei sono stati impiegati massicciamente in diverse discipline tra cui la fisica, la biologia, l'ecologia, l'epidemiologia, fino a diverse applicazioni militari. Negli ultimi anni, c'è stata un'esplosione di modelli *agent-based* anche in macroeconomia, come evidenziato dalle rassegne di Fagiolo e Roventini (2017), Dawid e Delli Gatti (2018) e dal numero speciale del *Journal of Evolutionary Economics* che abbiamo curato (vol. 29, n. 1, 2019, "The alternative canon: agent-based macroeconomics"). Inoltre, confermando il pragmatismo dei policy-maker rispetto al settarismo accademico, un numero crescente di modelli *agent-based* è stato sviluppato e

impiegato nelle banche centrali e in altre istituzioni governative e internazionali (Haldane e Turrell, 2019).⁴

Pensiamo che i modelli *agent-based* siano già riusciti a fornire una risposta soddisfacente a molte delle questioni sollevate da Olivier Blanchard in questo numero speciale di *Moneta e Credito*, partendo da una prospettiva che *non* lega in alcun modo la produzione alla distribuzione del reddito, come auspicato da Emiliano Brancaccio (2019). Ciò si può evincere anche dalle implicazioni di politica economica di questo nuovo approccio. Per esempio, i modelli ad agenti eterogenei permettono di studiare in un quadro di disequilibrio generale gli effetti delle politiche di flessibilità del lavoro sui salari e sulla dinamica economica. I risultati indicano che le riforme strutturali del mercato del lavoro hanno un impatto negativo non solo sui salari, ma anche sulla disoccupazione, la disuguaglianza, la volatilità dell'economia (Dosi *et al.*, 2017, 2018a) e, attraverso l'emergenza di fenomeni d'isteresi, sulla crescita della produttività e dell'output anche nel lungo periodo (Dosi *et al.*, 2018b). Inoltre, in linea con l'evoluzione della politica economica invocata da Blanchard e Summers (2019), i risultati ottenuti dai modelli macroeconomici *agent-based* mostrano che una politica di stabilizzazione fiscale più aggressiva ha un impatto positivo sulla performance economica (Dosi *et al.*, 2010, 2015, 2016) a prescindere dall'esistenza di una Stagnazione Secolare.

Certamente i modelli ad agenti eterogenei possono ancora essere migliorati sotto diversi aspetti. Una microfondazione fondata sulla teoria della complessità deve fuggire a tutti i costi da ogni tentazione di antropomorfizzare il comportamento degli agenti sulla base di "quello che penso io che gli agenti farebbero in queste circostanze". Uno studio maggiore va inoltre dedicato all'evoluzione del sistema economico, in particolare riguardo all'apparizione di nuove tecnologie, nuovi comportamenti, nuove entità, nuove istituzioni. Per fare questo, i modelli *agent-based* dovrebbero partire dalle proprietà dinamiche del sistema economico per analizzare le sue proprietà di coordinamento (Dosi e Virgillito, 2017). Infine, ulteriori sforzi di ricerca vanno dedicati alla validazione e alla comparazione dei modelli e alla riproducibilità dei loro risultati (maggiori dettagli si trovano in Fagiolo *et al.*, 2019).

Concludiamo con una felice intuizione di Frank Hahn, uno dei padri dell'equilibrio economico generale, che nell'ormai lontano 1991 indicò la via di ricerca dell'economia politica per i successivi cento anni:

Invece di teoremi abbiamo bisogno di simulazioni, invece di assiomi semplici e trasparenti c'è la possibilità di postulati psicologici, sociologici e storici. [...] In questo senso la materia tornerà alle sue affinità Marshalliane con la biologia. Teorie evoluzioniste iniziano a fiorire, and non sono il tipo di teorie che abbiamo visto finora. [...] Ma sistemi profondamente complessi devono essere simulati. (Hahn, 1991, p. 49, nostra traduzione).

Crediamo che questo momento sia arrivato.

Bibliografia

- Akerlof G.A. (2002), "Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior", *American Economic Review*, 92 (3), pp. 411-433.
 Akerlof G.A. (2007), "The Missing Motivation in Macroeconomics", *American Economic Review*, 97 (1), pp. 5-36.

⁴ Tra cui la Banca Centrale Europea, le banche centrali d'Inghilterra, Brasile, Ungheria e Russia, il Fondo Monetario Internazionale e l'agenzia delle entrate statunitense (IRS). Maggiori dettagli si trovano in Dosi e Roventini (2019), nota 14.

- Akerlof G.A. e Yellen J.L. (1985), "A Near-Rational Model of the Business Cycles, with Wage and Price Inertia", *Quarterly Journal of Economics*, 100 (suppl.), pp. 823-838.
- Anderson P.W. (1972), "More is Different", *Science*, 177 (4047), pp. 393-396.
- Bak P., Chen K., Scheinkman J.A. e Woodford M. (1992), "Aggregate Fluctuations from Independent Sectoral Shocks: Self-Organize Criticality", *NBER Working Paper*, n. 4241, Washington (DC): National Bureau of Economic Research.
- Bernanke B.S. (2004), "The Great Moderation", discorso tenuto al meeting dell'Eastern Economic Association, Washington (DC), 20 febbraio, disponibile alla URL: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/>
- Blanchard O. e Brancaccio E. (2019), "Pensare un'alternativa. Dialogo tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio", *Micromega*, 2, pp. 7-30; (cfr. anche Blanchard O. e Brancaccio E., "Crisis and Revolution in Economic Theory and Policy: A Debate", *Review of Political Economy*, published online 6 August).
- Blanchard O.J. e Galí J. (2007), "Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model", *Journal of Money, Credit and Banking*, 39 (s1), 35-65.
- Blanchard O. e Summers L. (2019), "Ripensare la politica macroeconomica: evoluzione o rivoluzione?", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 171-195 (orig. "Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution?", *NBER Working Paper*, n. 24179, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research).
- Brancaccio E. (2017), *Anti-Blanchard. Un approccio comparato allo studio della macroeconomia*, Milano: Franco Angeli.
- Brancaccio E. (2019), "Sulle condizioni per una 'rivoluzione' della teoria e della politica economica", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 197-206.
- Caballero R.J. (2010), "Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense-of-Knowledge Syndrome", *Journal of Economic Perspectives*, 24 (4), pp. 85-102.
- Dawid H. e Delli Gatti D. (2018), "Agent-Based Macroeconomics", in Hommes C. e LeBaron B. (a cura di), *Handbook of Computational Economics*, vol. IV (pp. 63-156), Amsterdam: Elsevier.
- De Long J.B. (2000), "The Triumph of Monetarism?", *Journal of Economic Perspectives*, 14 (1), pp. 83-94.
- Dosi G. e Roventini A. (2017), "Agent-Based Macroeconomics and Classical Political Economy: Some Italian Roots", *Italian Economic Journal: a Continuation of Rivista Italiana degli Economisti and Giornale degli Economisti*, 3 (3), pp. 261-283.
- Dosi G. e Roventini A. (2019), "More is Different ... and Complex! The Case for Agent-Based Macroeconomics", *Journal of Evolutionary Economics*, 29 (1), pp. 1-37.
- Dosi G. e Virgillito M.E. (2017), "In Order to Stand up You Must Keep Cycling: Change and Coordination in Complex Evolving Economies", *Structural Change and Economic Dynamics*, 21 giugno, <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2017.06.003>
- Dosi G., Fagiolo G. e Roventini A. (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., Fagiolo G., Napoletano M., Roventini A. e Treibich T. (2015), "Fiscal and Monetary Policies in Complex Evolving Economies", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 52 (marzo):166-189.
- Dosi G., Napoletano M., Roventini A. e Treibich T. (2016), "The Short- and Long-Run Damages of Fiscal Austerity: Keynes beyond Schumpeter", in Stiglitz J. e Guzman M. (a cura di), *Contemporary Issues in Macroeconomics* (pp. 79-100), Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Dosi G., Pereira M.C., Roventini A. e Virgillito M.E. (2017), "When More Flexibility Yields More Fragility: The Microfoundations of Keynesian Aggregate Unemployment", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 81 (agosto), pp. 162-186.
- Dosi G., Pereira M.C., Roventini A. e Virgillito M.E. (2018a), "The Effects of Labour Market Reforms upon Unemployment and Income Inequalities: an Agent-Based Model", *Socio-Economic Review*, 16 (4), pp. 687-720
- Dosi G., Pereira M.C., Roventini A. e Virgillito M.E. (2018b), "Causes and Consequences of Hysteresis: Aggregate Demand, Productivity and Employment", *Industrial and Corporate Change*, 27 (6), pp. 1015-1044.
- Edelman G.M. e Gally J.A. (2001), "Degeneracy and Complexity in Biological Systems", *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 98 (24), pp. 13763-13768.
- Fagiolo G. e Roventini A. (2017), "Macroeconomic Policy in DSGE and Agent-Based Models Redux: New Developments and Challenges Ahead", *Journal of Artificial Societies & Social Simulation*, 20(1), pp. 1-37.
- Fagiolo G., Guerini M., Lamperti F., Moneta A. e Roventini A. (2019), "Validation of Agent-Based Models in Economics and Finance", in Beisbart C. e Saam N.J. (eds.), *Computer Simulation Validation. Fundamental Concepts, Methodological Frameworks, Philosophical Perspectives* (pp. 763-787), Cham: Springer International Publishing.
- Farmer D.J. e Foley D. (2009), "The Economy Needs Agent-Based Modeling", *Nature*, 460, pp. 685686.
- Fukuyama F. (1992), *The End of History and the Last Man*, London: Penguin.
- Galí J. e Gertler M. (2007), "Macroeconomic Modelling for Monetary Policy Evaluation", *Journal of Economic Perspectives*, 21 (4), pp. 25-46.

- Gigerenzer G. e Brighton H. (2009), "Homo Heuristicus: Why Biased Minds Make Better Inferences", *Topics in Cognitive Science*, 1 (1), pp. 107-143.
- Greenwald B. e Stiglitz J. (1993a), "Financial Market Imperfections and Business Cycles", *Quarterly Journal of Economics*, 108 (1), pp. 77-114.
- Greenwald B. e Stiglitz J. (1993b), "New and Old Keynesians", *Journal of Economic Perspectives*, 7 (1), pp. 23-44.
- Haldane A.G. e Turrell A.E. (2019), "Drawing on Different Disciplines: Macroeconomic Agent-Based Models", *Journal of Evolutionary Economics*, 29 (1), pp. 39-66.
- Hahn F. (1991), "The Next Hundred Years", *Economic Journal*, 101 (404), pp. 47-50.
- Kirman A.P. (1989), "The Intrinsic Limits of Modern Economic Theory: The Emperor Has No Clothes", *Economic Journal*, 99 (395), pp. 126-139.
- Kirman A.P. (1992), "Whom or What Does the Representative Individual Represent?", *Journal of Economic Perspectives*, 6 (2), pp. 117-136.
- Kirman A.P. (2014), "Is It Rational to Have Rational Expectations?", *Mind and Society*, 13 (1), pp. 29-48.
- Kirman A.P. (2016), "Ants and Nonoptimal Self-Organization: Lessons for Macroeconomics", *Macroeconomic Dynamics*, 20 (2), pp. 601-621.
- Klamer A. (1984), *The New Classical Macroeconomics Conversations with the New Classical Economists and Their Opponents*, Brighton: Wheatsheaf Books.
- Knight F. (1921), *Risk, Uncertainty and Profits*, Chicago: Chicago University Press.
- Krugman P. (2011), "The Profession and the Crisis", *Eastern Economic Journal*, 37 (3), pp. 307-312.
- LeBaron B. e Tesfatsion L. (2008), "Modeling Macroeconomies as Open-Ended Dynamic Systems of Interacting Agents", *American Economic Review*, 98 (2), pp. 246-250.
- Leijonhufvud A. (1968), *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*, New York: Oxford University Press.
- Lindè S.F., Smets F. e Wouters R. (2016), "Challenges for Central Banks' Macro Models", in Taylor J.B. e Uhlig H. (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. II (pp. 2185-2262), Amsterdam: North Holland.
- Lucas R.E.J. (2003), "Macroeconomic Priorities", *American Economic Review*, 93(1):1-14.
- Mankiw G.N. e Romer D. (eds.) (1991), *New Keynesian Economics*, Cambridge: MIT Press.
- Prigogine I. (1980), *From Being to Becoming: Time and Complexity in the Physical Sciences*, San Francisco: Freeman.
- Romer P. (2016), "The Trouble with Macroeconomics" *American Economic Review*, 20 (10), pp. 1-20.
- Stiglitz J. (2011), "Rethinking Macroeconomics: What Failed, and How to Repair It", *Journal of the European Economic Association*, 9 (4), pp. 591-645.



Moneta e Credito

vol. 72 n. 287 (settembre 2019)

Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio

Commento al dibattito Blanchard-Brancaccio

ANNALISA ROSSELLI*

Abstract:

Il dibattito tra Blanchard e Brancaccio suscita due riflessioni. La prima è relativa alla possibile alleanza tra economisti che appartengono a tradizioni culturali diverse per promuovere misure forti di rilancio dell'economia e di diminuzione della disuguaglianza per evitare conseguenze che potrebbero sconvolgere le nostre democrazie. La seconda riflessione riguarda la rarità di dibattiti tra economisti mainstream e non. Numerosi studi evidenziano che la professione di economista è oggi fortemente gerarchizzata, con uno stretto controllo su quello che è ritenuto ammissibile dal punto di vista del metodo, del campo di studio, dello strumento della diffusione dei risultati. La mancanza di pluralismo è una caratteristica unica dell'economia tra le scienze sociali.

The debate between Blanchard and Brancaccio prompts two reflections. The first concerns the possible alliance between economists belonging to different cultural traditions with the aim to promote measures to relaunch the economy and reduce inequality in order to avoid the disruption of our democracies. The second reflection concerns the rarity of debates between mainstream and non-mainstream economists. Several studies show that the economics profession today is strongly hierarchized, with strict control over what is considered admissible from the point of view of method, field of study and the outlets of dissemination. The lack of pluralism has become a unique feature of economics among the social sciences.

Università di Roma Tor Vergata,
email: annalisa.rosselli@uniroma2.it

Per citare l'articolo:

Rosselli A. (2019), "Commento al dibattito Blanchard-Brancaccio", *Moneta e Credito*, 72 (287): 259-265.

DOI: https://doi.org/10.13133/2037-3651_72.287_8

JEL codes:
B30, B59

Keywords:
Blanchard, pluralism

Homepage della rivista:
<http://www.monetaecredito.info>

Cosa hanno in comune due economisti come Emiliano Brancaccio e Olivier Blanchard, aldilà della stessa origine europea? Apparentemente molto poco. Li separano gli anni di un'intera generazione, un oceano, diversità di formazione, idee e potere. Blanchard si è formato nella tradizione del Massachusetts Institute of Technology (MIT) di Solow e Modigliani, che ha creato il *mainstream* della macroeconomia del ventesimo secolo mantenendo una democratica attenzione per il problema della disoccupazione e una fiducia nella necessità e possibilità di intervenire a correggere i più clamorosi fallimenti del mercato. La tradizione culturale di Brancaccio è invece quella che è stata avviata più di mezzo secolo fa dagli italiani a Cambridge (UK) e che sopravvive in molte diverse versioni nelle riserve di alcuni dipartimenti del nostro paese, sfuggendo all'omologazione con il modello di importazione USA prevalente. È una

* Contributo al numero speciale di *Moneta e Credito* dal titolo "Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio", ispirato dal dibattito tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio tenutosi presso la Fondazione Feltrinelli a Milano il 18 dicembre 2018. Numero a cura di Emiliano Brancaccio e Fabiana De Cristofaro. L'autrice è Presidente della Società Italiana degli Economisti per il triennio 2017-2019. Le posizioni qui riportate non impegnano gli organi direttivi della SIE e sono espresse a titolo puramente personale.



tradizione che non ha espulso la storia – dei fatti e delle idee – dagli studi economici, che ha il coraggio di sfidare il pensiero dominante di cui non si stanca di mettere in rilievo i *bias* ideologici e che persegue la ricerca di un “paradigma economico alternativo” (Blanchard e Brancaccio, 2019, p. 9). Blanchard ha ricoperto un ruolo di primo piano nel Fondo Monetario Internazionale (FMI) nel periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers e in piena crisi del debito sovrano, quando il FMI faceva il suo ingresso in Grecia con gli altri membri della *troika*. Brancaccio ha attivamente organizzato l’opposizione alle politiche di austerità e di feroce deflazione imposte ad alcuni paesi europei, rifiutandosi di accettare la vulgata che i problemi della UE fossero tutti riconducibili a eccessivi indebitamenti degli Stati. Blanchard è uno degli economisti più influenti dei nostri giorni. Generazioni di studenti in Italia e nel resto del mondo si sono formati e si stanno formando sui suoi manuali di macroeconomia. Una indagine della Società Italiana degli Economisti ancora in corso¹ riporta che il suo libro di testo più recente, scritto insieme a Amighini e Giavazzi, è adottato dal 54 per cento dei corsi di base di macroeconomia nelle università italiane (Blanchard *et al.*, 2016). Nessun libro di testo di economia ha percentuali così alte di adesioni e riscuote altrettanto consenso. Dunque, senza scomodare Keynes e la sua celeberrima affermazione che pochi riescono ad essere aperti a nuove teorie dopo l’età di venticinque o trent’anni, buon senso ci suggerisce che l’influenza di Blanchard è garantita per molto tempo a venire. Comprensibile quindi che Brancaccio, volendo attaccare il paradigma macroeconomico *mainstream* e le prescrizioni di politica economica che ne discendono, scriva un libro e lo intitoli polemicamente *Anti-Blanchard*, perché basta questo titolo per definire il programma (Brancaccio, 2017; Brancaccio e Califano 2018).

Eppure, perché un dibattito sia interessante – e questo dibattito che cortesemente sono stata invitata a commentare è indubbiamente molto interessante – un minimo di terreno comune ci deve essere a tenere alto l’impegno dei partecipanti verso il dialogo e il coinvolgimento degli ascoltatori fiduciosi che dal confronto nascano utili sviluppi. Il terreno comune Brancaccio lo individua in alcuni spiragli che porterebbero il più recente Blanchard, quasi a sua insaputa, ad oltrepassare la demarcazione che Brancaccio e la sua tradizione di pensiero tracciano per separare impostazioni teoriche alternative: quella, da cui Blanchard discende, che considera la distribuzione del reddito come determinata dalle caratteristiche strutturali e tecnologiche del sistema, così che ci sia un solo livello possibile di salario, interesse e profitto compatibile con la massima efficienza allocativa, e quella che invece introduce la possibilità che distribuzione del reddito e livelli di occupazione e produzione non siano soggetti a vincoli reciproci. Per questa seconda impostazione, una delle variabili distributive è determinata esogenamente al sistema di quantità e prezzi, introducendo così spazio all’influenza di fattori non solo economici nel caso della determinazione del salario, o al ruolo delle politiche monetarie nel caso della determinazione del tasso di interesse.

Non sono in grado di valutare quanto sia azzardata questa interpretazione che Brancaccio offre del pensiero di Blanchard successivo alle turbolenze dell’ultimo decennio. Alcuni riferimenti nell’intervento di Brancaccio mi lasciano perplessa facendomi sorgere il dubbio che si dia troppo peso all’aspetto formale del modello tralasciando le ipotesi implicite ed esplicite sottostanti. Per esempio, Brancaccio vede, nei modelli di Blanchard che ammettono una relazione non univoca tra livelli di produzione e distribuzione del reddito, un’apertura verso tradizioni teoriche “eterodosse”. Tuttavia, il riferimento all’errore logico che inficia la proposta

¹ L’indagine, relativa al numero di studenti e corsi in scienze economiche, sarà pubblicata a ottobre 2019 nel sito della SIE tra i materiali della CURV, Commissione per l’Università, la Ricerca e la Valutazione: www.siecon.org/it/chi-siamo/organizzazione/commissioni/curv

di Hahn di leggere Sraffa come modello di equilibrio economico generale mi sembra indicare una tendenza alla sopravvalutazione del piano della somiglianza formale. Anche senza errore logico la proposta non reggerebbe. Ma ci sono molti indizi per pensare che Brancaccio stesso sia consapevole che l'analisi del solo piano formale non può essere esaustiva per il confronto tra paradigmi alternativi.

Comunque, sulla base degli scarni accenni riportati nel dibattito, non sono in grado di dire di più di queste parole di cautela. Nella sua replica, Blanchard stesso non insiste sul confronto teorico e preferisce basare le sue attuali posizioni anti-*laissez-faire* sulla convinzione che l'equilibrio efficiente può essere "naturale" quanto si vuole, ma è talmente instabile che appena ci se ne allontana di un epsilon l'intervento correttivo deve essere immediato prima che sia troppo tardi e il sistema si avvii inesorabilmente lungo sentieri divergenti da cui è difficile e faticoso richiamarlo indietro. Non è molto utile un equilibrio siffatto.

Da storica (delle idee e un poco anche dei fatti) vorrei suggerire però un altro terreno di contatto tra i due partecipanti al dibattito, che invece mi sembra sia più suscettibile di ulteriori utili sviluppi ed è quello di un'alleanza degli economisti meno imbevuti di ideologia liberista per costruire un fronte comune contro una tempesta di cui si vedono i segni premonitori. Sono passati dieci anni dallo scoppio della crisi e si fa finta che, sul piano economico, sia tornata la normalità, almeno quasi ovunque. In questa situazione è forte la tentazione di comportarsi come se non fosse accaduto nulla, è diffusa l'aspirazione a tornare, come dice Blanchard, al *business as usual*, alla politica delle banche centrali che hanno come unico obiettivo l'inflazione, a un limitato uso della politica fiscale e al progressivo allentamento delle regole che si è riusciti a imporre alle istituzioni finanziarie. Le lezioni che la crisi ha insegnato possono essere facilmente dimenticate così che la prossima recessione, che come sempre nessuno vedrà arrivare prima che sia troppo tardi, ci trovi ancora una volta impreparati.

Questa volta però il costo della crisi potrebbe essere molto più ampio e non solo purtroppo in termini economici. E qui intervengono gli ammonimenti della storia. Troppe volte si sono fatti paragoni tra gli anni che stiamo vivendo e il periodo tra le due guerre del secolo scorso. Ma, mentre la lezione della Grande Depressione sembra sia stata appresa e, con tempi più o meno rapidi e con le debite diversità da un paese all'altro, le autorità di politica economica hanno reagito per scongiurare le conseguenze più catastrofiche della crisi finanziaria, un'altra lezione non sembra ancora trovare altrettanti discepoli. La lezione è quella che è molto difficile gestire processi di cambiamento epocale nell'organizzazione della produzione mentre si attraversa una situazione di stagnazione. Nei primi decenni del secolo scorso l'industrializzazione, l'importazione di beni agricoli d'oltreoceano a basso prezzo, la produzione di massa di beni di consumo, l'avvento della grande distribuzione hanno determinato l'immiserimento di quella parte cospicua della popolazione europea che era fatta di artigiani, piccoli commercianti, micro proprietari terrieri, e classe media tradizionale. Questi, aldilà del conflitto mondiale, vedevano diminuire le loro fonti di reddito e radicalmente cambiare il loro tradizionale modo di lavorare, l'ambiente di vita a cui erano abituati, i valori culturali con cui erano cresciuti. I processi di urbanizzazione e industrializzazione su ampia scala e di abbandono della cultura tradizionale che saranno digeriti senza traumi negli anni dopo la seconda guerra mondiale, quando l'economia correva a gonfie vele, nel contesto di crisi del primo dopoguerra lasciarono sul terreno molte vittime. Gli sconfitti del cambiamento, invocato e sostenuto da chi ne vedeva i benefici di lungo periodo, cercarono allora rifugio in movimenti politici che promettevano protezione economica e sociale, la riduzione dello sbilanciamento dei governi percepiti come troppo a favore dei nuovi protagonisti della vita

economica, l'allentamento dei nuovi regolamenti su salute e lavoro, avvertiti come imposti dall'alto, la riduzione della tassazione eccessiva e inegualmente distribuita tra le classi. Metà dei 13 milioni di voti che Hitler ottenne nelle elezioni del 1932 provenivano dal mondo rurale, dai "perdenti" di industrializzazione e urbanizzazione (Overy, 2009, p. 56). Fascismo e nazismo non auspicavano un ritorno al passato e non erano anti-moderni, ma promettevano una rigenerazione morale, la fine della corruzione, un nuovo ordine di armonia sociale sotto il controllo di un partito unico comandato da un "uomo forte" che non si lasciava intimorire dai condizionamenti stranieri, l'espulsione di elementi estranei dal corpo sano della Nazione. È contro queste tendenze che Keynes aveva concepito il suo programma riformista a favore della piena occupazione.

Brancaccio sottolinea come il pensiero di Keynes possa esser stato "forgiato dall'antagonismo tra capitalismo e socialismo" e possa essere interpretato come uno strenuo tentativo di sintesi tra quei due modelli contrapposti di vita sociale. Il punto da sottolineare, però, è che i veri nemici di Keynes erano le dittature con il loro corredo di nazionalismo e militarismo, poco importa se fossero quelle di Hitler o di Stalin (Dostaler, 2005, p. 177). Ma come Keynes dovette imparare negli ultimi anni della sua vita, non c'è niente di più difficile di un programma riformista che sembra sempre avere qualche possibilità di successo solo dopo immani tragedie. Ed è un successo che dura anche poco. La storia per fortuna non si ripete e ci sono molti spazi di libertà per le azioni umane. Speriamo che questa volta, come Blanchard auspica e Brancaccio predica da tempo, i governi imparino a guardare un po' più lontano e gli economisti, almeno quelli più accorti, li aiutino davvero a farlo.

Ma c'è un altro aspetto per cui questo dibattito costituisce un evento raro e un'importante occasione di riflessione. In Italia ormai è sempre più infrequente che economisti di diversa formazione si confrontino e prevale anche nel nostro paese quella che Roberto Artoni, in un bel saggio dell'ormai lontano 2007 (Artoni, 2007), definiva l'impostazione "monistica" dell'economia, secondo cui soltanto l'adesione ad uno specifico modello di ricerca, ben definito nel metodo, nell'oggetto e nell'impostazione culturale, apre le porte alla professione di economista. Al di fuori del modello dominante non ci sarebbe niente con cui valga la pena di confrontarsi.

Il pluralismo scientifico dovrebbe essere un elemento imprescindibile per l'accrescimento della conoscenza, soprattutto in campi come l'economia e le altre scienze sociali, in cui è alto il rischio di travisamento ideologico e l'espansione della conoscenza non procede attraverso l'accumulazione progressiva di verità accettate come inconfutabili. Tuttavia, dal 2007 a oggi, il "monismo" di cui Artoni vedeva le premesse si è ulteriormente radicato. La disciplina ha esacerbato il controllo su quello che è ritenuto ammissibile come prodotto della ricerca dal punto di vista del metodo, del campo di studio, dello strumento della diffusione dei risultati. È stato notato (Fourcade *et al.*, 2015) che nessuna scienza, tra le scienze sociali e non solo, esercita lo stesso stretto controllo gerarchico a livello globale e mantiene lo stesso consenso interno che si riscontra in economia. La rigida gerarchia *top-down* vede le posizioni di vertice saldamente e stabilmente occupate dai dipartimenti di élite delle università USA: dalle fila dei dipartimenti *top five* proviene il 72 per cento degli eletti negli organi dirigenti dell'American Economic Association; hanno conseguito un Ph.D. sotto la supervisione di loro membri una gran parte degli autori che pubblicano sulle prime cinque riviste per citazioni (l'economia è piena di Magnifici Cinque), secondo percentuali non riscontrabili in altre discipline e che raggiungono il 57,6 per cento per il *Quarterly Journal of Economics* (QJE). In effetti, ben due delle riviste *top five* hanno come base Harvard (e il vicino MIT) e Chicago e concedono uno

spazio sproporzionato ai propri ex-studenti. E comunque l'83 per cento degli autori che hanno pubblicato nel 2011 nel QJE, JPE (*Journal of Political Economy*) e AER (*American Economic Review*) appartenevano a università degli USA o del Canada (Hamermesh, 2013, p. 164). La struttura piramidale è anche geografica.

In stretto ordine gerarchico avviene anche il reclutamento. Negli Stati Uniti non si assumono come giovani docenti dottorati da dipartimenti che appartengono a ordini inferiori, ma solo da quelli di pari livello o superiori. In altre parole, solo chi proviene dai dipartimenti di élite entra nei dipartimenti di élite. Fourcade, Ollion e Algan hanno evocato la struttura di clan studiata da Levi-Strauss: alcune alleanze sono preferite e concesse, mentre altre sono tabù e non sono nemmeno contemplate.

Fuori dagli Stati Uniti, ad un gradino della gerarchia più basso, il riconoscimento ottenuto dalle istituzioni USA è ampio titolo di merito e l'omologazione al modello importato è fortemente promossa come elemento dell'unica internazionalizzazione possibile. L'"adeguamento agli standard internazionali" è stato il mantra su cui si sta forgiando la professione anche in Italia. Il campo di indagine dell'economia e il suo metodo si sono fortemente ristretti. Via indagini qualitative ("dov'è il modello?" si sentono chiedere gli autori che studiano un fenomeno economico troppo complesso per essere formalizzato), via sconfinamenti in altre discipline sociali se non per esportare i propri assiomi di scelta razionale o metodi di analisi quantitativa (sentirsi dire di un proprio lavoro che è "sociologico" suona come condanna irrimediabile all'orecchio dell'economista). Dentro alla disciplina ufficiale invece è ammesso qualche esperimento ora che la *behavioural economics* ha acquistato legittimità ed è in ascesa, anche se i suoi pionieri in Italia avevano avuto vita difficile. Negli ultimi vent'anni, interi settori disciplinari sono stati progressivamente emarginati. La storia del pensiero economico, in cui l'Italia eccelle, ha quasi abbandonato il campo per trovare rifugio nei settori di scienze umanistiche, la storia economica sopravvive al prezzo di travestirsi da economia che utilizza dati "antichi", ma anche l'economia matematica non se la passa bene dopo il culmine del successo raggiunto negli anni Ottanta, quando rappresentava il livello più alto della ricerca economica. Del resto gli articoli classificabili come "Teoria" pubblicati nei primi tre giornali sopra menzionati - AER, JPE e QJE, - sono crollati dal 58 per cento del totale del 1983 al 19 per cento del 2011 (Hamermesh, 2013, p. 168) e il trend è decrescente. La rivoluzione empirica in corso, figlia dell'aumento della disponibilità di dati e della potenza degli strumenti di calcolo, ha decretato il trionfo della microeconomia applicata, anche se l'applicazione riguarda spesso problemi estranei al mondo della produzione e dello scambio, che un tempo non si sarebbero definiti di interesse per l'economista.

Oggi l'unico tipo di pubblicazione ammessa è l'articolo su rivista, essendo i libri riservati alla divulgazione o alla persuasione politica. Gli studenti di dottorato, che fino a una quindicina di anni fa dovevano scrivere una tesi-monografia, ora sono incoraggiati a concentrarsi sulla produzione di due o tre articoli, a volte anche di un solo articolo con qualche annesso, senza dover nemmeno una volta nella vita affrontare un problema economico nella sua complessità approfondendone tutti gli aspetti. L'articolo a sua volta sarà valutato sulla base della rivista che ne ha accettato o si spera che ne accetti la pubblicazione. Nei corridoi dei dipartimenti non si parla più di articoli scritti "su", ma pubblicati "da". Le scienze economiche e statistiche - l'area CUN 13 - sono le uniche che nella VQR 2011-2015, tramite un comitato nominato dall'Agenzia nazionale di valutazione del sistema universitario e della ricerca (ANVUR), non hanno scelto come criterio di valutazione dei prodotti della ricerca la revisione tra pari o una misura delle citazioni ricevute dal singolo lavoro, così come hanno fatto tutti gli altri settori. Hanno scelto

invece come criterio la sede della pubblicazione del prodotto, valutata secondo una classifica delle riviste divise in cinque gruppi, che si affianca alla classificazione delle riviste di fascia A per l'abilitazione scientifica nazionale. Tutte le discipline hanno una fascia A, l'economia ne ha due, ma questa abbondanza non ha aumentato le chance di inclusione per le riviste di orientamento eterodosso. Il gioco dei coautori e della valutazione tramite assegnazione di punti ha invece permesso di ottenere l'abilitazione a professore in materie economiche a un discreto gruppo di studiosi che sono ricercatori (e probabilmente dottorati) in materie come patologia vegetale o chimica analitica,² sulle cui capacità di insegnare e far capire micro o macroeconomia è lecito nutrire qualche dubbio. Si noti che nessuno degli abilitati proviene dai ranghi dei filosofi o dei giuristi. Non sono materie rigorose, direbbe qualche economista. Nessuno scienziato quanto gli economisti ci tiene così tanto a proclamare il proprio rigore come segno di superiorità rispetto alle altre scienze sociali, probabilmente identificando il rigore con la costruzione di un modello matematico o statistico. Non si è mai sentito un fisico o un matematico vantarsi di essere "rigoroso". E cosa altro può essere uno scienziato?

Il pluralismo non è solo una questione culturale; richiede parità di condizioni nell'accesso alle risorse e nelle possibilità di carriera. Nessun giovane o nessuna giovane economista, se non dotata di ampie risorse famigliari e grande spirito di sacrificio, può voler intraprendere una strada che non ha possibilità di successo. Questa parità di condizioni oggi in Italia è seriamente minacciata. La Società Italiana degli Economisti ha modificato quest'anno il proprio statuto e ha introdotto tra le sue finalità la "salvaguardia del pluralismo". Non se ne era sentita mai la necessità prima.

In effetti, la struttura gerarchica dei dipartimenti italiani riproduce in piccolo quella dei dipartimenti USA del tipo "il vincitore prende tutto". Da alcuni anni i finanziamenti alla ricerca economica in Italia – PRIN, dipartimenti di eccellenza, premialità – ricadono sulle stesse persone e sugli stessi dipartimenti creando ampie disparità aggravate dal contesto di forte scarsità di risorse che affligge chi è escluso dalla cerchia dei vincitori. Un'analisi dei dati raccolti dalla Società Italiana degli Economisti relativi ai PRIN del 2015 ha ricostruito i legami che intercorrevano tra valutatori e vincitori dei progetti in termini di affiliazione o luogo di conseguimento della laurea, evidenziando significative anomalie.³

C'è una risposta facile e ovvia a tutte queste osservazioni, ed è che la gerarchia riflette il merito. In un regime concorrenziale emergono i migliori e gli economisti sarebbero semplicemente stati più bravi di altri scienziati sociali a promuovere la meritocrazia così che chi occupa il vertice avrebbe meramente sostenuto le posizioni più valide nel mercato delle idee. Lo stretto controllo esercitato dalla gerarchia su finanziamenti, promozioni e reclutamento affonderebbe le sue radici nel consenso raggiunto all'interno della professione. È il consenso che spiegherebbe il controllo e non viceversa. In economia non esisterebbero dunque paradigmi alternativi così come non esistono in medicina dove ci sono solo scienziati o ciarlatani.

² Vedi l'indagine della Società Italiana degli Economisti sulla posizione attuale degli abilitati alla seconda fascia, consultabile in <https://www.siecon.org/it/chi-siamo/organizzazione/commissioni/commissione-luniversita-la-ricerca-e-la-valutazione> (ultimo accesso 25/8/2019).

³ La nota è consultabile in https://siecon3-607788.cdn77.org/sites/siecon.org/files/media_wysiwyg/nota-prin-2015-fin.pdf. Sulla base di questi dati, la Redazione di *Roars* ha scritto un articolo in cui si afferma: "I docenti della Bocconi sono il 5,1% dei docenti di economia (SSD da SECS/P-01 a SECS/P-13), ma il 77% dei fondi PRIN nel settore economico (SH1) vengono assegnati a progetti in cui la Bocconi coordina (36%) o collabora (41%). È davvero un caso che un membro del comitato dei garanti sia un *alumnus* Bocconi, il comitato di area SH1 sia formato da un bocconiano e da un *alumnus* e il 48% delle revisioni siano state svolte da bocconiani o da *alumni*?" (<https://www.roars.it/online/i-bocconiani-sono-il-5-ma-il-77-dei-fondi-prin-sh1-va-ai-loro-progetti/>).

Ci sono molte obiezioni che si possono sollevare e che sono state sollevate rispetto a questa posizione, che probabilmente nel nostro paese è più accettata per strategia di sopravvivenza che condivisa sulla base di convinzioni. Non entro nelle molte ragioni per cui l'economia è diversa dalla medicina, nonostante da 250 anni insegua l'aspirazione a essere considerata una scienza della natura. Anche solamente riportare i riferimenti alla letteratura in proposito occuperebbe troppo spazio. Mi limito a ricordare che la storia della disciplina abbonda di esempi di approcci scartati e poi ripresi. Un caso per tutti: quello del rapporto con la psicologia, bandita dall'economia sulla scia di Pareto per lasciare il posto all'ottimizzazione dell'agente razionale. Nel 1978 un Nobel a Herbert Simon ci provò a riportarla alla ribalta, ma sono stati necessari altri venticinque anni e un altro premio Nobel per decretarne la riammissione con trionfo tra gli interessi degli economisti.

La crisi del 2008 del resto, sulla spinta dell'indignazione popolare, sembrava aver introdotto qualche crepa anche nei vertici della gerarchia degli economisti. Tuttavia, dopo una qualche rispolverata di Keynes e una tardiva riabilitazione di Minsky, sembra che le acque si siano richiuse nel mare dell'autocompiacimento. Chi ha a cuore il futuro dell'economia, non solo come strumento per capire il mondo ma anche per migliorarlo, non può rallegrarsene. Per questo motivo sono benvenuti dibattiti come quello tra Brancaccio e Blanchard che abbiamo commentato. Speriamo che ce ne siano molti altri a venire.

Bibliografia

- Artoni R. (2007), "Valutazione della ricerca e pluralismo in economia politica", *Rivista Italiana degli Economisti*, 12 (2), pp. 191-204.
- Blanchard O. e Brancaccio E. (2019), "Pensare un'alternativa. Dialogo tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio", *Micromega*, 2, pp. 7-30; (cfr. anche Blanchard O. e Brancaccio E., "Crisis and Revolution in Economic Theory and Policy: A Debate", *Review of Political Economy*, published online 6 August 2019).
- Blanchard O., Amighini A. e Giavazzi G. (2016), *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, nuova edizione, Bologna: Il Mulino.
- Brancaccio E. (2017), *Anti Blanchard. Un approccio comparato allo studio della macroeconomia*, Milano: Franco Angeli.
- Brancaccio E., Califano A. (2018). *Anti-Blanchard macroeconomics. A comparative approach*. Edward Elgar. ISBN: 9781788118996.
- Dostaler G. (2005), *Keynes et ses combats*, Parigi: Albin Michel.
- Fourcade M., Ollion E. e Algan Y. (2015), "The Superiority of Economists", *The Journal of Economic Perspectives*, 29 (1), pp. 89-114.
- Hamermesh D.S. (2013), "Six Decades of Top Economics Publishing: Who and How", *Journal of Economic Literature*, 51 (1), pp. 162-172.
- Overy R. (2009), *Crisi tra le due guerre mondiali 1919-1939*, Bologna: Il Mulino.



Moneta e Credito

vol. 72 n. 287 (settembre 2019)

Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio

Note a margine del dibattito tra Blanchard e Brancaccio, con lo sguardo rivolto al contesto italiano

ROBERTO TORRINI*

Abstract:

Vengono analizzati gli elementi di contatto e di distinzione tra i punti di vista di Blanchard e Brancaccio, cercando di trarre considerazioni più generali sulle differenze tra approcci mainstream e alcuni approcci eterodossi. Si sostiene che negli approcci mainstream viene mantenuta una distinzione concettuale tra domanda e offerta in cui, con maggior nettezza rispetto agli approcci eterodossi, si individuano problemi economici che non possono essere affrontati con la gestione della domanda aggregata, anche qualora se ne ritenga utile o necessaria una gestione attiva. Condividendo questo approccio, si discute brevemente della situazione economica italiana, in cui le debolezze di offerta di lungo periodo si intrecciano con i problemi di domanda, e in cui il livello del debito pone seri vincoli alla possibilità di far ricorso alla spesa per sostenere la domanda interna. Si sottolinea infine l'utilità del dibattito accademico, anche tra scuole di pensiero diverse, che si è aperto dopo la crisi.

This article analyses similarities and differences between Blanchard and Brancaccio points of views, trying to elicit some general considerations on the main differences between the mainstream and some heterodox frameworks. Mainstream approaches, more clearly than heterodox approaches, tend to emphasize the existence of economic problems that cannot be addressed by aggregate demand management, even when it is considered useful or necessary. In this vein, the Italian economic situation is briefly discussed, where long-term supply weaknesses are intertwined with demand side problems and where its high public debt restricts the possibility to support domestic demand with public spending. The author also stresses the usefulness of the academic debate that has been opened after the crisis, also across different theoretical approaches.

Banca d'Italia, Dipartimento Economia e Statistica,
email: Roberto.Torrini@bancaditalia.it

Per citare l'articolo:

Torrini R. (2019), "Note a margine del dibattito tra Blanchard e Brancaccio, con lo sguardo rivolto al contesto italiano", *Moneta e Credito*, 72 (287): 267-274.

DOI: https://doi.org/10.13133/2037-3651_72.287_9

JEL codes:

A1, B40, B50, E00

Keywords:

mainstream economics, heterodox approaches, aggregate demand, aggregate supply, Italian economy.

Homepage della rivista:

<http://www.monetaecredito.info>

La crisi finanziaria del 2008-2009 è stata un evento drammatico, con ripercussioni profonde e dolorose per milioni di persone, nonostante alcuni insegnamenti tratti dalla crisi del 1929 abbiano permesso di evitare il peggio in gran parte delle economie avanzate coinvolte. In Europa la crisi ha avuto sviluppi del tutto peculiari con il divampare della crisi dei debiti sovrani, che ha messo in luce l'inadeguatezza dei suoi assetti istituzionali, soprattutto per

* Contributo al numero speciale di *Moneta e Credito* dal titolo "Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio", ispirato dal dibattito tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio tenutosi presso la Fondazione Feltrinelli a Milano il 18 dicembre 2018. Numero a cura di Emiliano Brancaccio e Fabiana De Cristofaro. Le opinioni espresse non coinvolgono l'istituzione di appartenenza. L'autore è stato direttore dell'Agenzia nazionale di valutazione del Sistema universitario e della ricerca (ANVUR).



quanto riguarda il funzionamento dell'unione monetaria. La risposta lenta dell'Unione Europea, segnata dalla contrapposizione degli interessi nazionali di breve periodo, ha prolungato ed esacerbato gli effetti della crisi finanziaria, soprattutto per le economie più deboli, incrinando le relazioni tra paesi e popoli europei.

Una crisi di tali dimensioni non poteva non avere riflesso sulla percezione del funzionamento delle moderne economie di mercato, soprattutto per quanto riguarda i sistemi finanziari; ha inciso profondamente sulla conduzione della politica monetaria, mettendo in discussione prassi via via consolidate a partire dagli anni Settanta; ha alimentato un vivace dibattito sull'adeguatezza delle teorie economiche oltre che delle scelte di politica economica.

È in questo contesto che si colloca il confronto tra Emiliano Brancaccio e Olivier Blanchard, l'uno su posizioni che si muovono al di fuori del cosiddetto pensiero *mainstream*, l'altro che del *mainstream* fa parte, ma che certo non è incline all'ortodossia (Blanchard e Brancaccio, 2019). La domanda che il dibattito solleva può essere posta in maniera semplicistica nel modo seguente: la crisi ha messo in evidenza un problema di fondo nella disciplina economica? Ne seguirà un ripensamento degli strumenti di analisi e delle politiche in maniera simile a quanto avvenuto dopo la crisi del 1929 o in seguito alla stagflazione degli anni Settanta?

Ormai è passato oltre un decennio dall'avvio della crisi e queste domande non sono certo nuove. Subito a ridosso della crisi finanziaria molti economisti¹ si sono espressi su come questa avesse posto la necessità di interrogarsi sui limiti della disciplina economica, anche alla luce della scarsa capacità della professione di leggere i fenomeni che avevano portato alla più profonda crisi delle economie avanzate dal 1929 in poi. Un decennio di politiche e gli sviluppi economici successivi hanno certo fatto ulteriormente avanzare il dibattito. Mi piace tuttavia ricordare le riflessioni a caldo di Luigi Spaventa. Spaventa sottolineava certo alcuni limiti della modellistica macroeconomica più diffusa, ma anche e forse soprattutto l'affermazione nel tempo di un vero e proprio pregiudizio ideologico, che in certa misura prescindeva dalla stessa teoria, e come questo pregiudizio avesse poi condizionato le scelte di regolatori e policy-maker:

Anche a prescindere dalla teoria della finanza [...] si deve riconoscere che gli economisti hanno contribuito a creare una sorta di *Zeitgeist* che ha influenzato le azioni e le omissioni dei politici e regolatori: per tale ragione ricade su di essi una qualche responsabilità per ciò che è accaduto. I regolatori, sorpresi dalla crisi con gli occhi chiusi, avevano opposto resistenza ai tentativi di mettere la regolamentazione al passo con le innovazioni finanziarie, come dimostrano molti esempi. Ciò era coerente con le credenze prevalenti: che i mercati si auto-regolassero e richiedessero un intervento dello stato il più leggero possibile; che il perseguimento dei propri interessi portasse a una corretta valutazione del rischio; che lo sviluppo finanziario fosse sempre bene favorevole alla crescita, comunque avvenisse. Ogni rispettabile economista naturalmente sapeva che la validità di tali proposizioni dipendeva da un gran numero di condizioni e ipotesi molto restrittive. La necessaria cautela tuttavia, veniva sovente meno nel processo di trasformazione dei risultati di rigorose ricerche in prodotti per il consumo immediato. Più in generale, pochi si sono opposti alla versione volgare del loro dottrine, quale era richiesta dalle congregazioni a cui erano indirizzate le loro prediche, che includevano soggetti dell'industria finanziaria con ben precisi interessi (Spaventa, 2009a).²

¹ Si vedano ad esempio i diversi contributi apparsi nella serie *Policy Insights* del CEPR, in particolare di Leijonhufvud (2009) e Acemoglu (2009), oltre che il contributo di Spaventa citato più avanti (2009a). Sulle difficoltà delle previsioni economiche si veda Visco (2009). Sulla necessità di riconsiderare l'uso dei modelli DSGE e in generale sui limiti di conoscenza che si incontrano nel governo dell'economia, si veda Caballero (2010). Blanchard *et al.* (2010), sulle lezioni della crisi per la conduzione della politica economica.

² Cfr. sullo stesso tema anche Spaventa (2009b).

Personalmente condivido questa lettura e ritengo che un pregiudizio ideologico abbia alimentato un'eccessiva fiducia che i meccanismi di mercato possano assicurare esiti ottimali o almeno soddisfacenti guidando le analisi e le conclusioni di policy, più di quanto la professione non fosse o non sia tuttora disposta ad ammettere. Sarebbe ovviamente ingenuo immaginare una scienza sociale i cui attori non siano in parte guidati da convincimenti valoriali e in senso lato politici. Di tali pregiudizi vi sono tratti evidenti sia nel cosiddetto *mainstream*, al cui interno è presente tuttavia un amplissimo spettro di visioni alternative, sia nel variegato mondo delle teorie cosiddette eterodosse, anche se con segno generalmente opposto quanto a fiducia nel ruolo dei mercati e dell'intervento pubblico sull'economia. Allo stesso tempo non condivido le letture di quanti riducono il dibattito economico a una mera contrapposizione di punti di vista politici sulla società e sull'economia, in cui il successo di un filone di analisi sarebbe da imputare a strumenti di dominio culturale e ideologico. Ritengo piuttosto che la selezione dei filoni dominanti sia il risultato di un mix di fattori, tra i quali un ruolo importante è svolto dalla qualità delle argomentazioni teoriche in relazione agli sviluppi concreti dell'economia e ai problemi che la politica economica è chiamata ad affrontare. Da questo punto di vista, tuttavia, teoria e pratica nel governo dell'economia non seguono andamenti lineari nell'accumulazione delle conoscenze. Alcuni temi e problemi vengono con troppa facilità dimenticati; inerzie e conformismo influenzano la capacità di reazione a fronte dello sviluppo concreto degli eventi, sia in ambito accademico, sia nelle istituzioni e forse ancor di più in quanti hanno responsabilità di governo.

Fatta questa premessa e tornando alle due domande di fondo, mi sembra utile mettere in evidenza quelli che a mio avviso sono i punti di contatto e gli elementi di maggior distanza tra i due interlocutori, limitatamente al governo macro dell'economia. Entrambi gli autori ritengono necessarie politiche macroeconomiche attive, ovvero ritengono che i mercati non assicurino gli esiti più efficienti o che comunque i meccanismi di aggiustamento di mercato possano essere troppo lenti o addirittura destabilizzanti. Entrambi ritengono utile o necessaria una politica attiva nella gestione della domanda aggregata, sia tramite gli strumenti di politica monetaria sia tramite la politica fiscale. Da questo punto di vista, l'interlocutore scelto come obiettivo critico da Emiliano Brancaccio non si colloca certo all'estremo opposto dello spettro della teorica economica *mainstream*, anzi, potremmo dire che i due interlocutori si muovono in campi adiacenti.

Blanchard è anche disposto a ritenere non pienamente fondata quella dicotomia tra domanda e offerta che guida i modelli economici standard, ovvero l'idea che le fluttuazioni della domanda non alterino il sentiero di crescita dell'economia guidato dai cosiddetti fondamentali: fenomeni di isteresi o comunque lentissimi processi di aggiustamento fanno sì che gli shock di domanda possano alterare in maniera persistente o permanente il sentiero di crescita dell'economia; inoltre la presenza di equilibri multipli può far sì che l'economia vada a collocarsi lontano dagli equilibri più favorevoli, come conseguenza di shock esogeni e decisioni di politica economica. Da questo punto di vista Blanchard dichiara che l'esperienza recente della crisi lo ha convinto della necessità di politiche ancor più aggressive e tempestive. Non solo, Blanchard mette in evidenza come sul piano concreto la politica monetaria si sia adeguata (in Europa meno prontamente) alla nuova situazione di strisciante deflazione, mentre minore sia stato il suo impatto sulla politica fiscale, e nella gestione del debito pubblico, in un contesto di tassi di interesse inferiori al tasso di crescita nominale dell'economia (anche se non nel caso dell'Italia). Anche da questo punto di vista i punti di contatto tra i due autori sono notevoli.

Cosa differenzia allora i due autori sul piano delle politiche e dell'impianto teorico? Innanzitutto mi sembra una premessa meta economica, che Blanchard rende esplicita: con tutti i limiti che conosciamo i mercati svolgono una funzione fondamentale non pienamente sostituibile dalle istituzioni pubbliche: l'intervento pubblico può correggerne gli esiti macroeconomici e cercare di regolamentare i mercati al meglio, in una sfida continua e senza

una soluzione finale, dati i processi di innovazione che ne guidano l'evoluzione. In un'economia di mercato, si può decidere di affidare al settore pubblico la gestione diretta di pezzi importanti dell'economia, ma i mercati non possono essere completamente sostituiti da onniscienti autorità pubbliche. Il ragionamento di Blanchard è quindi quello di un economista che ritiene incompressibile, oltre certi limiti, l'azione dei mercati e con essa il ruolo e la libertà di imprese, investitori, consumatori e lavoratori che reagiscono a incentivi economici. Non credo che questo punto di vista sia pienamente condiviso da Brancaccio e comunque è probabile che i due autori non concordino sui limiti da porre al campo d'azione dell'intervento pubblico.

È qui che intervengono forse le differenze più profonde, differenze anche analitiche, che mi sembra si possano estendere al confronto più ampio tra il pensiero economico standard e parte della galassia eterodossa, ma non necessariamente nella sua interezza. Semplificando, a me pare che il lato dell'offerta del sistema economico sia scarsamente rilevante in alcuni approcci non standard (esemplificativo il dibattito in corso sulla Modern Monetary Theory) e che la relazione tra alcune variabili chiave sia considerata essenzialmente indeterminata, dando l'impressione (illusione?) che la loro determinazione sia nella disponibilità piena della politica economica (in particolare i prezzi dei fattori produttivi). Dal lato opposto, il pensiero economico standard ritiene che l'offerta abbia un ruolo centrale, fino all'estremo, in alcuni approcci, di non considerare le fluttuazioni e il livello della domanda un vero problema per il sistema economico. Anche nei teorici *mainstream* più inclini a riconoscere la necessità di una gestione attiva delle leve di politica economica, tuttavia, è ben chiaro che la struttura dell'offerta e i comportamenti di imprese, lavoratori e consumatori, anche in reazione alle politiche, hanno un ruolo centrale, ruolo di cui tenere pienamente conto nelle scelte di politica economica.

L'approccio teorico di Brancaccio tiene ampiamente conto dei problemi di "struttura" dell'economia e quindi non può essere ricondotto alle semplificazioni tipiche di quella eterodossia che bada solo ai problemi di domanda. Nel manuale di Brancaccio, tuttavia, per comprensibili ragioni di esemplificazione didattica, il lato dell'offerta sembra avere un ruolo passivo, adattivo direi, così che la gestione della domanda sembra sempre in grado di guidare l'economia verso la piena occupazione, senza che ciò richieda aggiustamenti dal lato dell'offerta; i prezzi dei fattori non hanno un ruolo allocativo, ma svolgono essenzialmente una funzione distributiva e come tali sono determinati dai rapporti di forza tra diversi interessi. L'intervento pubblico nella gestione della domanda aggregata sembra essere giustificato solo nella sua versione espansiva; di contro, gli interventi restrittivi non sembrano essere mai necessari o al limite sono da interpretare come soluzioni inappropriate a uno strisciante conflitto distributivo. Indicativa da questo punto di vista l'insistenza nel libro sul fatto che non esisterebbe una relazione certa tra salari e prezzi, in quanto il *mark-up* sui costi sarebbe endogenamente determinato dal rapporto di forza tra interessi contrapposti. Ma anche ammesso che non esista una relazione meccanica tra le due variabili, se ne può trarre la conclusione che i margini di profitto possano essere compressi a piacimento senza ripercussioni economiche? Al termine della descrizione del suo modello didattico lo stesso Brancaccio allerta il lettore, specificando che sarebbe un errore trarre da esso conclusioni ingiustificatamente ottimistiche sulle concrete possibilità di spingere la domanda e i salari a livelli massimi senza temere contraccolpi sulle "condizioni di riproduzione del capitale" (Brancaccio, 2017, pp. 72-73). Del resto, da questo punto di vista anche nel campo eterodosso si possono trarre spunti di riflessione su come tassi di rendimento del capitale eccessivamente bassi possano retroagire negativamente su investimenti e crescita, e quindi disoccupazione, di fatto ponendo dei limiti alla possibilità per i salari di crescere sistematicamente più della produttività (ad esempio Marglin e Bhaduri, 1990). Su questo punto mi piace anche citare Blanchard (1997) che, riflettendo sulle conseguenze del *wage push* degli anni Settanta in alcune economie europee, mostra come un'economia aperta che per le sue dimensioni non sia in grado

di influenzare il rendimento del capitale prevalente sui mercati globali, una spinta salariale che riduca il rendimento al di sotto di quello medio possa innescare meccanismi di riequilibrio via declino degli investimenti e innalzamento del tasso di disoccupazione. Questo ci ricorda che anche qualora non si riconosca la validità della teoria neoclassica della distribuzione dei redditi e formazione dei prezzi dei fattori, i singoli paesi non necessariamente hanno la possibilità di influenzare la determinazione del tasso di rendimento del capitale. Non a caso Brancaccio evoca nel suo intervento a Milano la possibilità di introdurre controlli sui movimenti dei capitali: una ipotesi, tuttavia, sulla cui attualità/possibilità storica mi sento di esprimere dei dubbi.

Questi richiami sono utili per sottolineare una differenza di approccio rispetto ai filoni dominanti, che mi sembra di individuare nella relazione tra domanda e offerta. Anche se come indicato da Blanchard i due lati non sono così separati come si tende a credere, nel senso, ad esempio, che una protratta caduta della domanda può avere effetti protratti o addirittura permanenti sull'offerta, ciò non di meno i problemi di offerta rimangono concettualmente diversi da quelli di domanda: alcuni problemi originano dal lato della domanda e possono essere affrontati con le politiche monetarie e fiscali, altri originano dal lato dell'offerta, e richiedono soluzioni diverse dai primi, compresi eventuali aggiustamenti dei prezzi nei diversi mercati (anche dei fattori). In tale schema teorico, anche se si ritiene che le politiche pubbliche abbiano un ruolo di primaria importanza, non si pensa che esse possano guidare il sistema verso soluzioni arbitrarie; il decisore pubblico cercherà di ottenere gli obiettivi desiderati, ma nel rispetto delle compatibilità macroeconomiche, storicamente date, che ne limitano l'azione. Tra questi vi è il vincolo/obiettivo di garantire la stabilità macroeconomica del sistema, il che significa, se necessario, anche frenare le pressioni inflazionistiche con politiche restrittive. Un esempio per tutti, particolarmente significativo, è l'obiettivo del raggiungimento della massima occupazione, dato il vincolo-obiettivo della stabilità dei prezzi. Per quanto viviamo oggi in una fase di debole inflazione in tutte le grandi economie avanzate, la lezione della stagflazione degli anni Settanta non può certo essere rimossa dall'orizzonte teorico e pratico, come pure non possono essere ignorati i casi limite di alcune economie che, anche oggi, fronteggiano fenomeni di inflazione fuori controllo e conseguenti crisi valutarie.

Da questo punto di vista, riconoscimenti del ruolo fondamentale dei fattori di offerta si trovano anche nel campo degli economisti dichiaratamente eterodossi. Significativi mi sembrano da questo punto di vista i commenti critici di Thomas Palley alla *Modern Monetary Theory*, approccio teorico in cui i fattori di offerta a suo dire sarebbero largamente sottovalutati. Palley così si esprime:

Nel mondo reale, la politica economica e i risultati delle politiche sono soggetti a numerosi vincoli e interessi economici. Questi includono questioni riguardo i tassi di interesse di lungo periodo sul mercato del credito privato e sui titoli pubblici, la stabilità dei mercati finanziari, la bilancia dei pagamenti e il tasso di cambio, il vincolo inflazionistico imposto dalla curva di Phillips, e vincoli alla credibilità e implementazione delle politiche (Palley, 2019, p. 12, nostra traduzione).

E ancora sui vincoli esterni alla politica economica:

Il finanziamento monetario dei deficit può anche avere conseguenze negative sul tasso di cambio e la bilancia dei pagamenti. Deficit di bilancio espansivi si diluiscono in deficit commerciali tramite il loro impatto sul reddito e la domanda di importazioni. Il deterioramento della bilancia commerciale tende poi a deprezzare il tasso di cambio. Il tasso di cambio tenderà a deprezzarsi anche a causa dell'aggiustamento delle posizioni internazionali di portafoglio. A sua volta, il deprezzamento del tasso di cambio può causare inflazione, che peggiora il problema del deprezzamento. In aggiunta, in alcune circostanze, il deprezzamento può indurre una contrazione dell'economia (ivi, pp. 14-15).

Da ultimo Palley si spinge a considerare possibili effetti depressivi di espansioni fiscali, in ragione del contesto e della reazione dei mercati:

E' interessante che l'effetto dei deficit di bilancio sui mercati del credito e delle attività può essere espansivo o recessivo. Il segno dipende probabilmente dallo stato dell'economia (cioè se è vicina o lontana dal pieno impiego) e dalle aspettative sul futuro, che sono influenzate dalla natura del regime di *policy* (ivi, p. 14).

L'elenco di Thomas Palley è lungo e articolato e mi è sembrato utile riportarlo quasi nella sua interezza in quanto ci ricorda la complessità del governo dei sistemi di mercato, anche qualora si ritenga che i mercati lasciati a se stessi non garantiscano equilibri ottimali per l'economia.

Tornando alle domande di partenza, a me sembra che la recente crisi apra il campo a profondi ripensamenti sul ruolo delle politiche economiche, sia per quanto riguarda la regolamentazione dei mercati, sia per quanto concerne le politiche macroeconomiche. Tuttavia, una buona teoria macroeconomica deve tener conto dei limiti delle politiche e soprattutto essere in grado di dare indicazioni utili distinguendo concettualmente la natura dei problemi che devono essere affrontati. A mio avviso resta utile la distinzione, con tutti i caveat già ricordati, tra problemi che originano dal lato della domanda da quelli che invece attengono alla sfera dell'offerta. La crescita di lungo periodo di un'economia può essere aiutata da una saggia gestione della domanda aggregata, ma non è certo solo da questa che dipendono i destini di lungo termine di un sistema economico. Anche nel breve termine, inoltre, non sempre i problemi originano dalla debolezza della domanda interna. Un paese che perda competitività a causa di uno shock esogeno permanente, che determini una caduta delle sue quote di mercato e deficit persistenti di parte corrente, difficilmente potrà recuperare i livelli di attività in maniera sostenibile espandendo la domanda interna (qualunque sia il regime dei cambi). Possono sembrare conclusioni ovvie, ma a mio avviso tanto ovvie non sono guardando al dibattito di politica economica nazionale, in cui si tende a ritenere, pressoché in ogni frangente storico, che la crescita dipenda dalla possibilità di sostenere la domanda con politiche macroeconomiche espansive.

Da un lato, io ritengo che vi siano buoni motivi per ritenere che nell'economia globale allignino attualmente pressioni deflattive che originano da fattori strutturali, che frenano la domanda. Tra questi fattori possono sicuramente rientrare gli squilibri nella distribuzione dei redditi ampiamente sottolineati da Brancaccio nel capitolo 4 del suo libro e richiamati anche da Blanchard e Summers (Brancaccio, 2017; Blanchard e Summers, 2019); tali squilibri possono anche essere all'origine di crescenti livelli di indebitamento privato e pubblico (si veda ancora Brancaccio, ma anche Rajan, 2010, a testimonianza dei punti di contatto analitico tra scuole di pensiero diverse). Dall'altro credo occorra rifuggire da facili generalizzazioni o meccaniche applicazioni di queste analisi all'insieme delle economie avanzate. In particolare mi preme sottolineare alcuni aspetti specifici dell'economia italiana che richiedono cautela quando si passi dal dibattito internazionale a quello sull'economia del paese, ormai da un ventennio in una fase di declino economico relativo e ancora profondamente segnata dalla crisi finanziaria e da quella dei debiti sovrani.

A partire dalla fine degli anni Novanta, l'Italia ha registrato tassi di crescita modestissimi; ha mostrato una perdita superiore alle altre economie avanzate delle sue quote di mercato e, fino alla crisi, uno strisciante aumento del deficit di parte corrente, nonostante la debolezza della crescita. Contrariamente a quanto avvenuto in molte altre economie avanzate, inoltre, la quota dei profitti al netto delle rendite immobiliari e il rendimento del capitale hanno iniziato a flettere fin dal 2001 (Torrini, 2015; Amici *et al.*, 2018), in particolare nel settore manifatturiero, ovvero nel settore più esposto alla concorrenza internazionale. Ciò è accaduto

nonostante il debole aumento dei salari reali, dato l'arresto della crescita della produttività del lavoro. Alla base di questi sviluppi, vi sono probabilmente i rapidi mutamenti dell'ambiente competitivo internazionale (Bugamelli *et al.*, 2018), a partire dall'integrazione nel commercio internazionale della Cina e dei paesi dell'Est Europa, unitamente a rapidi cambiamenti tecnologici di cui sembrano essersi avvantaggiati soprattutto paesi con un tessuto produttivo con un peso più rilevanti di grandi imprese e settori tecnologicamente avanzati. Non mi sembra quindi che la stagnazione dello scorso decennio, che fece già all'epoca parlare di declino (ben prima quindi della grande crisi), possa essere dipesa prioritariamente da un problema di domanda interna o da squilibri distributivi, più rilevanti invece su scala globale (in Italia i salari sono cresciuti più della produttività del lavoro non meno, cosa peraltro difficile data la stagnazione del prodotto per ora lavorata). Si potrebbe invece discutere delle conseguenze di lungo termine che ha avuto la decisione dei governi di arrestare dopo l'ingresso nell'euro l'aggiustamento dei conti pubblici, con il progressivo azzeramento³ degli avanzi primari faticosamente costituiti negli anni Novanta, scelta che ha sicuramente accresciuto la fragilità del paese a fronte della crisi dei debiti sovrani.

Nella fase attuale, i problemi di offerta non sembrano superati, stante la debolezza della crescita della produttività, anche se il paese ha recuperato faticosamente una sufficiente capacità di competere sui mercati internazionali. A ciò si aggiunge la sfida di un rilancio della domanda interna, in particolare degli investimenti privati e pubblici, dopo la caduta registrata con la crisi dei debiti sovrani, nel rispetto del duplice vincolo di non vanificare i progressi con rialzi dei tassi sul debito sovrano e di non incrinare i recuperi di competitività che hanno sostenuto fino ad oggi la debole ripresa seguita alla crisi. Si tratta di vincoli stringenti, ma che a giudizio di chi scrive non sarebbe saggio ignorare a meno di non voler correre deliberatamente il rischio di esiti che non è certo esagerato dipingere come drammatici. Penso che questa mia valutazione sulle specificità del caso italiano e dei vincoli che esso pone sia in fondo condivisa non solo da Blanchard, ma anche da Brancaccio.

Ciò non di meno, il richiamo a un ruolo più attivo delle politiche economiche, punto di contatto tra Brancaccio e Blanchard, non è certo irrilevante per il nostro paese. Questo tipo di confronto può favorire un più ampio consenso per politiche più inclini a sostenere la crescita economica, sia a livello globale sia soprattutto a livello europeo, contesto di riferimento irrinunciabile per l'Italia. Nell'area dell'euro si può ad esempio auspicare che il dibattito intellettuale favorisca il superamento di alcuni limiti della sua architettura istituzionale, ad esempio con la costituzione di strumenti centrali per la stabilizzazione fiscale e la condivisione dei rischi macroeconomici, nonché l'assunzione di un più chiaro impegno per la gestione degli squilibri interni di parte corrente.

Sul piano culturale, ritengo che la crisi abbia riaperto lo spazio a un dibattito più problematico e meno schematico, che attribuisce nuovamente rilevanza alla possibilità che un confronto costruttivo tra paradigmi di ricerca alternativi possa favorire il progresso della conoscenza in campo economico. Tale dibattito, tra l'altro, può accrescere i gradi di sovrapposizione tra le conclusioni di policy di economisti che seguono approcci teorici anche piuttosto diversi tra loro. La contaminazione delle idee avrà a mio avviso tanto maggior successo quanto maggiore sarà il rigore delle analisi e maggiore la capacità di costruire schemi teorici che colgano la complessità di economie di mercato. Il ruolo attivo della politica economica può trovare oggi più facile consenso, ma ciò richiede, come ho più volte ricordato

³ L'avanzo primario scese progressivamente dal 4,6 per cento del PIL nel 1999 allo 0,4 nel 2006, nonostante la spesa per interessi fosse diminuita nello stesso periodo di quasi 2 punti del prodotto.

in questo intervento, una diagnosi attenta dei problemi che si fronteggiano e dei limiti che la politica economica incontra in un'economia di mercato, che a giudizio di chi scrive è bene che rimanga tale. Alcuni limiti possono essere "semplicemente" culturali o derivare dalla difesa di interessi costituiti, ma credo che la buona teoria possa saper distinguere e guidarci nelle scelte più appropriate.

Bibliografia

- Acemoglu D. (2009), "The Crisis of 2008: Structural Lessons for and from Economics", *CEPR Policy Insight*, n. 28, London: Centre for Economic Policy Research.
- Amici M., Bobbio E. e Torrini R. (2018), "Patterns of Convergence (Divergence) in the Euro Area: Profitability Versus Cost and Price Indicators", *Italian Economic Journal*, 4 (3), pp. 367-384.
- Blanchard O.J., (1997), "The Medium Run", *Brookings Papers on Economic Activity*, 28 (2), pp. 89-158.
- Blanchard O.J., Dell'Ariccia G. e Mauro P. (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", *IMF Staff Position Paper*, n. SPN/10/03, Washington (DC): International Monetary Fund.
- Blanchard O. e Brancaccio E. (2019), "Pensare un'alternativa. Dialogo tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio", *Micromega*, 2, pp. 7-30; (cfr. anche Blanchard O. e Brancaccio E., "Crisis and Revolution in Economic Theory and Policy: A Debate", *Review of Political Economy*, published online 6 August 2019).
- Blanchard O. e Summers L. (2019), "Ripensare la politica macroeconomica: evoluzione o rivoluzione?", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 171-195 (orig. "Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution?", *NBER Working Paper*, n. 24179, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research, 2017).
- Brancaccio E. (2017), *Anti-Blanchard. Un approccio comparato allo studio della macroeconomia*, Milano: Franco Angeli.
- Brancaccio E. (2019), "Sulle condizioni per una 'rivoluzione' della teoria e della politica economica", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 197-206.
- Bugamelli M., Fabiani S., Federico S., Feletigh A., Giordano C. e Linarello A. (2018), "Back on Track? A Macro-Micro Narrative of Italian Exports", *Italian Economic Journal*, 4 (1), pp. 1-31.
- Caballero R.J. (2010), "Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense-of-Knowledge Syndrome", *Journal of Economic Perspectives*, 24 (4), pp. 85-102.
- Leijonhufvud A. (2009), "Macroeconomics and the Crisis: A Personal Appraisal", *CEPR Policy Insight*, n. 41, London: Centre for Economic Policy Research.
- Marglin S. e Bhaduri A. (1990), "Profit Squeeze and Keynesian Theory", in Marglin S. e Schor J. (a cura di), *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience* (pp. 153-186), Oxford: Clarendon.
- Palley T. (2019), "What's wrong with Modern Monetary Theory (MMT): A Critical Primer", *FMM Working paper*, n. 44, marzo, Düsseldorf: Forum for Macroeconomics and Macroeconomic Policies.
- Rajan R.G. (2010), *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton (NJ): Princeton University Press.
- Spaventa L., (2009a), "Le responsabilità degli economisti", *lavoce.info*, 26 agosto, disponibile alla URL: <https://www.lavoce.info/archives/25849/le-responsabilita-degli-economisti/>
- Spaventa L., (2009b), "Economists and Economics: What Does the Crisis Tell Us?", *CEPR Policy Insight*, n. 38, London: Centre for Economic Policy Research.
- Torrini R. (2015), "Labour, Profit and Housing Rent Shares in Italian GDP: Long-Run Trends and Recent Patterns", *Politica economica/Journal of Economic Policy*, 31 (3), pp. 275-314.
- Visco I. (2009), "La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti", lezione inaugurale del Master di II livello in Economia Pubblica, Università La Sapienza, Roma, 4 marzo, disponibile alla URL: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2009/Visco_040309.pdf.