

Uscire dalla crisi finanziaria statunitense: la politica domina l'economia nella Nuova Economia Politica

JAN KREGEL*

1. Il modesto pacchetto di stimolo americano

La maggior parte degli economisti si aspettava che la “Grande Recessione”, prodotta dal tracollo finanziario del 2008, avrebbe condotto ad una rinascita di interesse verso l'economia keynesiana tradizionale e al declino di quello che viene comunemente chiamato “fondamentalismo del mercato”. Le tradizionali misure keynesiane di gestione della domanda sembravano essere l'ovvia risposta sia al rapido declino della produzione e alla crescente disoccupazione che hanno immediatamente seguito la paralisi dei mercati monetari a breve termine, sia alla preferenza assoluta per la liquidità da parte delle istituzioni finanziarie, che ha lasciato le altre aziende prive dei prestiti necessari per far fronte alle spese correnti e pagare i salari.

Mentre all'inizio dell'ottobre del 2008 l'urgenza della crisi finanziaria ha effettivamente prodotto una risposta d'emergenza nella forma del Troubled Asset Relief Program (TARP), il cui scopo era di assistere la Federal Reserve nel supporto del sistema finanziario, solo nel febbraio dell'anno successivo è stato introdotto il modesto pacchetto di stimolo governativo, l'American Recovery and Reinvestment Act,¹ del

* Direttore del Monetary Policy and Financial Structure Program, Levy Economics Institute of Bard College. E-mail: kregel@levy.org. Testo rivisto della presentazione alla tavola rotonda su *La crisi della macroeconomia*, svoltasi presso l'Accademia Nazionale dei Lincei a Roma il 30 novembre 2010.

¹ L'Atto è diventato legge il 17 febbraio 2009. L'Atto specifica gli stanziamenti per una vasta gamma di programmi federali e aumenta il valore o estende la platea di beneficiari di diverse misure del programma Medicaid, del sussidio di disoccupazione e di programmi di assistenza nutrizionale. La legislazione riduce anche le tasse sui redditi delle società e dei singoli cittadini e apporta una serie di altre modifiche alle leggi fiscali. Tra gli obiettivi di investimenti a lungo termine sono inclusi:

– iniziare a trasferire in forma digitale le cartelle cliniche per ridurre gli errori e risparmiare sui costi dell'assistenza medica;

valore di 787 miliardi di dollari. La maggior parte degli economisti, persino quelli dell'amministrazione Obama, considerava il valore della misura decisamente inadeguato, ma tale somma è stata stabilita in base a ciò che si riteneva essere accettabile per un Congresso USA sempre più scettico sull'efficacia di tali azioni.

Persino le modeste dimensioni del pacchetto di stimolo, tuttavia, sono ingannevoli, dato che oltre un terzo della somma è rappresentato da benefici fiscali di vario tipo, con solo 500 miliardi di dollari dedicati a contratti, sovvenzioni, prestiti o nuovi benefici e diritti. A differenza degli stimoli tradizionali, vari contratti e sovvenzioni erano poi legati a progetti a lungo termine, senza impatto immediato. Inoltre, fino a novembre 2010, solo il 60% circa delle spese non legate a benefici fiscali è stato impegnato. Nonostante l'impatto immediato della manovra sia relativamente debole, sono stati creati tra i 600 e 750 mila posti di lavoro a trimestre e l'equivalente di circa 3,3 milioni di posti di lavoro a tempo pieno.

Se, da un lato, l'introduzione della politica dei tassi d'interesse zero e l'impegno come prestatore di ultima istanza a istituzioni finanziarie e non, insieme con il TARP, hanno stabilizzato il sistema finanziario, il pacchetto di stimolo ha avuto ben poco successo nel ridurre il tasso di disoccupazione, che si è stabilizzato poco sotto il 10%, con un tasso di crescita del PIL tra l'uno e il due per cento, ben al di sotto del tasso di crescita durante le precedenti riprese da recessioni. Il 20% circa della popolazione è disoccupata, sottoccupata o scoraggiata dal cercare lavoro.

-
- investire nell'industria domestica della produzione di energia rinnovabile;
 - rendere resistenti alle intemperie il 75% degli edifici federali e un milione di abitazioni;
 - rendere l'università accessibile a sette milioni di studenti in più attraverso il rifinanziamento dei Pell Grants, aumentando il massimale delle borse a 500 dollari e riducendo le tasse di iscrizione universitarie a quasi quattro milioni di studenti;
 - diminuire le tasse per 129 milioni di lavoratori tramite una detrazione fiscale "*Making Work Pay*";
 - espandere la detrazione fiscale per i figli.
- È possibile visitare il sito <http://www.recovery.gov/Pages/default.aspx> per dettagli aggiornati sull'attuazione dell'Atto.

2. Il lungo declino delle politiche keynesiane

Dato il deludente impatto di breve periodo su reddito e occupazione, il risorgere del supporto alle politiche keynesiane è durato poco, e sulle pagine di tutti i quotidiani e in ogni telegiornale sono apparse discussioni sui rischi corsi dall'economia globale, e in particolare da quella degli Stati Uniti, a causa dell'impatto del pacchetto di stimolo sul livello del debito pubblico. L'opinione prevalente è che le politiche di spesa non sono state di alcun beneficio per l'economia e hanno solo creato un rischio di bancarotta per gli USA.

Torniamo dunque allo stesso punto: mentre la maggior parte degli economisti pensa che il primo pacchetto di stimolo fosse troppo piccolo, e che un altro pacchetto dovrebbe essere preparato, non c'è oggi supporto politico per una tale misura. L'attenzione dei politici e delle lobby, piuttosto, è volta a ridurre il deficit nelle spese governative in modo tale da garantire un surplus in grado di permettere l'agevole rimborso del debito pubblico. Le politiche keynesiane, lontane dal tornare a esercitare influenza, vengono ora screditate e considerate obsolete. Il fatto che l'entità del deficit e del debito pubblico sia dovuta al crollo del sistema finanziario privato e al suo salvataggio non è giunto alle orecchie del pubblico e dei politici. Questi sono infatti convinti che debito e deficit siano dovuti ad un eccessivo intervento del governo nell'economia privata, che andrebbe quindi limitato considerevolmente.

Ma la reazione negativa di popolo e politici non dovrebbe sorprendere. Almeno tre motivi ne spiegano l'esistenza:

– Il piano del pacchetto di stimolo di Obama e la sua differenza con le politiche di spesa dell'amministrazione Roosevelt. L'obiettivo immediato di Roosevelt era quello di creare, nel più breve tempo possibile, posti di lavoro e redditi per i disoccupati, mentre il piano di Obama doveva rispettare condizioni rilevanti e garantire efficienza economica e ambientale. Inoltre, Roosevelt è salito al potere al picco della depressione, e gli è stato dato supporto bipartisan per l'approvazione immediata delle misure – i famosi 100 giorni –, mentre le politiche di Obama sono dovute passare per un dibattito rancoroso e

partigiano nel Congresso, nonostante il partito del presidente detenesse in quel momento la maggioranza in entrambi i rami del Parlamento.

– La situazione politica che ha reso inutilizzabili le misure fiscali e messo la politica monetaria al centro della politica economica, producendo una crescita basata sul debito. La paralisi politica porta con sé il fatto che la politica fiscale non è più uno strumento anti-ciclico utilizzabile, visto che non potrà mai avere l'avallo del Congresso. Ciò significa che la politica monetaria deve farsi carico del controllo dell'economia e al tempo stesso garantire la stabilità finanziaria. Il conflitto tra questi due obiettivi ha generato innovazioni nel mercato finanziario che ne hanno aumentato la fragilità e ha praticamente annullato l'efficacia della politica monetaria nel controllo dell'economia.

– La differenza tra politiche appropriate a risolvere una deflazione dei redditi e una deflazione dei debiti. L'uso della politica monetaria per creare domanda indotta dal debito, che assicurasse la crescita economica, ha portato ad un aumento del riciclaggio di denaro e ad una modifica nella distribuzione dei redditi: dalle unità familiari stipendiate, alle aziende e in particolare alle istituzioni finanziarie. Ma, nonostante l'inconsistente crescita del loro reddito, o piuttosto proprio a causa di questo, le famiglie erano i principali debitori a sostenere la crescita. La crisi rivela quindi un doppio aspetto: la perdita di ricchezza dovuta alla deflazione delle attività, e la perdita di reddito causata dal declino nell'occupazione, dovuto al crollo del settore finanziario e all'impatto negativo di questo sull'economia reale. Il tradizionale stimolo keynesiano era progettato per contrastare una caduta generalizzata dei guadagni e dell'occupazione, non una deflazione dei prezzi delle attività in cui l'economia riduce la leva finanziaria tagliando le spese per ripagare il debito e rimettere a posto i conti. Un'alternativa allo stimolo tradizionale sarebbe stata decisamente più appropriata, considerate le circostanze. Keynes stesso ha suggerito politiche di questo tipo nel 1937.

L'ultimo punto sollevato mostra l'importanza della distribuzione dei redditi e della struttura della produzione nel progettare pacchetti di stimolo appropriati a uscire dalla crisi e riavviare la crescita.

3. Il Piano di stimolo

Il piano di stimolo di Obama differiva in un aspetto importante dalla più fortunata esperienza delle politiche del New Deal rooseveltiano. Per prima cosa, la nuova amministrazione affrontò la possibilità di un'insurrezione interna: l'amministrazione Hoover aveva brutalmente respinto, nell'estate del 1932, la marcia su Washington della "Bonus Army", veterani che cercavano il pagamento immediato di un bonus promesso ai combattenti della guerra mondiale. Quando Roosevelt stava per assumere l'incarico, un certo numero di Governatori aveva ordinato la chiusura degli sportelli bancari per alcuni giorni. Perciò, nonostante durante la campagna elettorale avesse attaccato Hoover per essere un dissoluto creatore di deficit e nonostante la promessa di rimettere in sesto il bilancio del governo federale il più presto possibile, Roosevelt dovette fronteggiare una situazione d'emergenza che combinava la possibilità di un'insurrezione politica interna e il collasso del sistema finanziario in una condizione di crescente disoccupazione. Roosevelt cambiò in fretta idea e decise di prendere iniziative dirette per affrontare questi due problemi, ottenendo risultati immediati: la chiusura degli sportelli bancari a livello nazionale e la riapertura delle banche "sane", e un aumento dei programmi governativi per assumere lavoratori disoccupati. Una miriade di programmi di impiego diretto furono messi in atto per fornire immediato supporto all'occupazione e al reddito in tutte le fasce della popolazione.² Nell'attuale situazione non sarebbe stato considerato fiscalmente responsabile, ma allora non poté essere ignorato da coloro che stavano soffrendo la crisi ed ebbe un impatto straordinario sulla maggioranza della popolazione. In tempi più recenti, soltanto il programma "Jefes y Jefas de Hogares" in Argentina ha avuto un simile diretto e visibile impatto su coloro che soffrivano maggiormente a seguito di una crisi economica.

² Un'eccellente descrizione di come questo fu realizzato in un lasso di tempo così breve, in parte perché Roosevelt portò con sé a Washington le persone che erano responsabili delle politiche occupazionali nello stato di New York mentre lui era governatore, può essere trovata in Cohen (2009).

Come notato in precedenza, un terzo delle spese del piano Obama consisteva in riduzioni delle tasse, non reali uscite. Sondaggi recenti suggeriscono che l'opinione pubblica non ha nemmeno notato queste riduzioni nella tassazione. Questo è ovvio per i disoccupati che non pagano le tasse, ma è anche comprensibile se i salari stanno crollando o si è impiegati part-time. E l'aumento del salario effettivo prodotto dalla riduzione delle tasse impallidisce di fronte alla differenza tra i prezzi delle case e i mutui contratti, non appena le famiglie hanno visto i loro "investimenti" immobiliari diventare negativi. Per avere un impatto popolare, la precedente amministrazione Bush aveva inviato alla popolazione degli assegni del valore della riduzione delle tasse.

Inoltre, la spesa di lungo periodo e quella ambientale non hanno avuto praticamente alcun impatto immediato sui disoccupati meno qualificati. Infine, la spesa è stata scrutinata severamente in rapporto al risultato che ha prodotto, mentre le politiche di Roosevelt puntavano semplicemente a fornire reddito tramite assunzioni. Non era proprio come seminare banconote in bottiglie sottoterra, ma il focus era nel generare posti di lavoro e stipendi, non necessariamente una spesa compatibile con l'ambiente. Il programma, perciò, ha fatto poco per sostenere il reddito dei nuclei familiari con una ricchezza negativa a causa del crollo del prezzo delle case, o quello di coloro che avevano perso il lavoro. Il pacchetto era politicamente ed intellettualmente soddisfacente, ma seminare le banconote avrebbe avuto un impatto maggiore sulla performance del sistema e sulla percezione popolare che qualcosa di positivo era stato fatto.

Infine, dal momento che il team economico di Obama sembra avere fallito nel valutare appieno l'impatto negativo delle perdite di ricchezza, aveva fatto previsioni esageratamente ottimistiche sull'impatto del pacchetto sull'occupazione, predicendo un tasso di disoccupazione che era già stato sorpassato nel momento in cui lo stimolo veniva infine approvato! In questo modo fu possibile per i critici del piano argomentare che lo stimolo aveva prodotto un impatto negativo sul tasso di disoccupazione, nessun beneficio sulle entrate e aveva semplicemente creato più debito.

4. La situazione politica

L'atmosfera di crisi negli anni '30 – Roosevelt assunse la carica mentre l'impatto negativo della crisi era al suo apice, mentre Obama l'ha assunta mentre questa stava esplodendo – portò a una situazione politica di collaborazione. Gli esponenti dell'opposizione erano intenzionati a lasciar perdere atteggiamenti eccessivamente di parte e interessi di nicchia, e da tutte le voci dell'agone politico veniva a tratti suggerito perfino che fossero dati a Roosevelt poteri quasi dittatoriali per salvare l'economia.

L'attuale situazione politica è ben diversa. Si tratta in realtà della semplice applicazione di una tattica che era stata iniziata dall'amministrazione Reagan, quando fu presa la decisione di ridurre la tassazione senza contenere la spesa pubblica, e usare il risultante aumento del deficit e l'entità dell'enorme debito come giustificazione delle successive misure per ridurre il ruolo e le dimensioni dello Stato nell'economia. L'obiettivo politico era di ridurre il ruolo del Stato dichiarando guerra al debito e al deficit causati dalla riduzione delle tasse. L'attuale risposta allo stimolo è soltanto una ripetizione di questa tattica ben collaudata. Quello che preoccupa maggiormente nel contesto attuale è che non sono soltanto i politici liberisti e gli attivisti del Tea Party che stanno perseguendo questa tattica, ma è una posizione ben radicata anche nel partito democratico tramite la Concorde Coalition e l'Hamilton Project. È per questa ragione che, a dispetto della sua maggioranza al Congresso, Obama ha avuto tali difficoltà ad ottenere l'approvazione per la sua modesta proposta di stimoli.

L'impatto di lungo periodo di questo approccio "tattico" alla spesa pubblica ha avuto conseguenze ancora maggiori per la politica economica, perché ha eliminato la politica fiscale come strumento anticiclico, con l'eccezione di alcuni piccoli e temporanei stabilizzatori automatici come le indennità di disoccupazione. Questo ha significato che l'intero fardello delle politiche macroeconomiche è stato spostato sulla politica monetaria.

Il primo problema che ciò ha creato è dovuto alla natura asimmetrica della politica monetaria. Se una politica monetaria restrittiva può alla fine

ridurre l'espansione dei redditi o dei prezzi, ha molto meno impatto nel generarne una crescita. Come mostrato dal fallimento della politica giapponese del tasso d'interesse zero nel far riprendere la crescita dopo il collasso dei mercati azionario e immobiliare giapponesi, alla fine degli anni '80, e dalla recente simile esperienza degli Stati Uniti, la politica monetaria può influenzare l'offerta di liquidità, ma non può generare l'aumento della domanda di prestiti necessario a ripristinare i livelli di attività. Praticamente tutte le recenti espansioni sono rappresentate, nel bilancio della Federal Reserve, da riserve in eccesso del sistema bancario detenute dalla Fed, a significare sia una mancanza di domanda per il loro utilizzo sia la non volontà delle banche di ridurre la liquidità.

Tuttavia, esiste una seconda conseguenza che è potenzialmente anche più dannosa per la ripresa del sistema. Come Minsky (1986) ha sottolineato, esiste un conflitto intrinseco tra politiche monetarie a supporto della stabilità finanziaria del sistema e politiche che cerchino di influenzare macrovariabili come la crescita e l'occupazione. L'assenza di una politica fiscale che agisca da strumento attivo di gestione macroeconomica ha aggravato questo conflitto naturale e ha reso pressoché impossibile per la Federal Reserve il raggiungimento di entrambi gli obiettivi.

Il risultato del declino della politica fiscale, iniziato con l'Amministrazione Reagan, ha rappresentato quello che molti economisti hanno definito compiaciuti la "grande moderazione", ossia la stabilizzazione dei tassi di interesse e della crescita economica, ad indicare il successo del controllo della moneta della banca centrale. Tuttavia, piuttosto che rivelarsi indicatori di successo, queste politiche monetarie hanno prodotto una serie di espansioni della domanda basate sulla crescita dei prezzi delle attività – espansioni oggi conosciute come bolle –, ognuna delle quali è culminata in una crisi finanziaria, e infine hanno persino fatto in modo che la Federale Reserve perdesse il controllo sulle variabili monetarie. Così, le politiche monetarie restrittive degli anni '80, insieme alla contestuale deregolamentazione, hanno prodotto la crisi immobiliare delle banche commerciali di *Savings & Loan* alla fine di quel decennio. A questa sono seguite le politiche *leaning against the wind* (anti-cicliche) dei bassi tassi di interesse, che hanno finanziato il boom

azionario delle dot.com degli anni '90. Questo boom ha a sua volta generato il crollo del mercato azionario del 2000, cui nuovamente si è fatto fronte con i bassi tassi di interesse che, negli anni successivi, hanno prodotto il boom nel mercato delle materie prime e in quello ipotecario, che ha infine condotto l'intero sistema ad un crollo nel 2008.

Si può solamente supporre come l'economia sarebbe potuta evolvere se fossero state disponibili politiche fiscali volte a controbilanciare, o supportare, le oscillazioni nella politica monetaria e il loro impatto sui prezzi delle attività. In un certo senso, la convinzione che le politiche monetarie fossero in grado di controllare l'inflazione dei prezzi dei beni ha condotto all'incapacità di stimare correttamente i rischi insiti nell'inflazione delle attività. Come un certo numero di analisti ha sottolineato, le autorità monetarie di tutto il mondo si sono prese il merito per l'impatto sull'inflazione globale (molto bassa) generato dall'enorme supplemento di forza lavoro a basso costo proveniente dall'Asia e dalla sua offerta di beni a prezzi sempre più bassi.

Ancora più dannoso, tuttavia, è stato il fatto che questa situazione ha stimolato un'eccessiva innovazione finanziaria nell'economia. A causa dell'aumentata concorrenza e dei bassi tassi d'interesse per un lungo periodo, le istituzioni finanziarie si sono inesorabilmente allontanate dal tradizionale business bancario, incentrato sul margine nei tassi di interesse netti, per concentrarsi sulle entrate da tariffe e commissioni guadagnate anche tramite la cartolarizzazione dei prestiti.

Se il modello *originate to distribute* risultava estremamente positivo per i profitti delle banche, allo stesso tempo sanciva l'inefficacia degli strumenti che la banca centrale aveva tradizionalmente utilizzato per controllare la liquidità del sistema e l'attività creditizia. Quando le banche non espongono più i prestiti nei loro bilanci, le riserve cessano di limitare la possibilità di concederne. Il passaggio a requisiti di capitale ponderati per il rischio ha inoltre accelerato il processo.

Perciò, oltre al fatto che la politica fiscale non rappresentava più uno strumento operativo, la banca centrale aveva perso la possibilità di influenzare le condizioni monetarie. Tutto ciò ha condotto ad una situazione tale per cui non esistevano politiche in grado di influire sulle performance economiche del sistema o sulla sua stabilità finanziaria. La

crescita economica divenne guidata dal debito, dal momento che ogni espansione richiedeva la creazione di una piramide di debito sempre più grande, destinata periodicamente a crollare, solo per essere poi ricostituita grazie ai bassi tassi d'interesse e alla ulteriore deregolamentazione e liberalizzazione finanziaria. In un'espansione basata sul debito, i redditi sembrano aumentare, perché l'innovazione finanziaria rende sempre più semplice convertire gli aumenti futuri attesi nei prezzi delle attività – i guadagni in conto capitale – in reddito corrente disponibile. Ma, come notato da Fisher (1906), i guadagni in conto capitale non sono reddito. Se l'aumento dei prezzi atteso non si verifica, il reddito speso si converte automaticamente in debito non restituibile.

5. Deflazione del reddito *versus* deflazione del debito

Il fatto che a partire dagli anni '80 la domanda dell'economia statunitense fosse trainata dal debito fornisce una delle più importanti spiegazioni dell'impatto modesto che il recente stimolo fiscale ha avuto sull'attività economica. A differenza della tradizionale deflazione del reddito che la gestione keynesiana della domanda è volta a combattere, la crisi attuale nasce come una deflazione del debito, o un rallentamento dei prezzi delle attività, seguita da una deflazione degli stessi prezzi e una riduzione della leva finanziaria nei bilanci. L'impatto iniziale della crisi dei mutui è stata una perdita di ricchezza – il più importante asset delle famiglie è la casa di proprietà – piuttosto che una perdita di reddito. A ciò è seguita una risposta politica simile a quella inizialmente proposta da Fisher, senza risultati effettivi, negli anni '30 (si veda Barber, 1996): un tentativo di invertire il declino dei prezzi delle attività e farli tornare sui livelli precedenti, risanando in questo modo la perdita di ricchezza e inverando i guadagni in conto capitale attesi, che erano già stati convertiti in reddito e spesi. Come molti commentatori hanno notato, questo implicava rispondere al collasso di una bolla dei prezzi delle attività tentando di reflazionare la bolla. Tuttavia, se la deflazione nei prezzi rappresentava perdite reali, una politica del genere non avrebbe potuto funzionare.

La politica di reflazione, inoltre, non ha funzionato perché era principalmente diretta ai creditori, le istituzioni finanziarie che possedevano le attività deflazionate, piuttosto che ai debitori, le famiglie: proprietarie indebitate dei mutui in questione. La risposta ovvia ad un declino nella propria ricchezza reale è quella di tentare di ristabilire quella ricchezza. Questo si può fare solo aumentando la quota del risparmio sul reddito, che, in assenza di altre misure, condurrà a un controproducente declino nei redditi e a un ulteriore declino nei prezzi delle attività. Si tratta della “Parabola della banana”, di cui Keynes parla nel suo *Trattato sulla moneta* (1930). Il declino nel prezzo delle case, da solo, sarebbe stato sufficiente per fare scattare un calo dei redditi. Qualsiasi tentativo di controbilanciarlo aumentando la spesa pubblica sarebbe stato risparmiato per ricostituire il livello desiderato di ricchezza. Avrebbe ostacolato il declino dei redditi, ma sarebbe stato in grado contro-bilanciarlo solo se la misura dello stimolo fosse stata equivalente alla misura della perdita in ricchezza.

Questo naturale declino nella spesa delle famiglie è stato ulteriormente esacerbato dal collasso dei prestiti a breve termine attraverso il mercato dei crediti commerciali seguito al fallimento di Lehman Brothers e all'immediato aggiustamento delle scorte, che ha condotto a un rapido calo nei livelli di occupazione. Questo calo dell'occupazione ha a sua volta dato vita a un processo keynesiano standard di deflazione del reddito. Questo processo passa non per una diminuzione della quota di reddito speso, ma dalla riduzione di reddito dovuta alla perdita di impiego.

Il calo nell'occupazione e nel reddito, quindi, ha avuto una doppia causa: il tentativo di ridurre la leva finanziaria e di ripulire i bilanci riducendo la spesa, e il calo nella spesa dovuto alla perdita in occupazione: ovvero un aumento della propensione al risparmio e una caduta nel reddito dovuta alla disoccupazione.

Il TARP è riuscito a fornire un sostegno ai prezzi delle attività detenute dalle banche e a bilanciare quelle perdite attraverso la loro ricapitalizzazione, ma non ha fatto nulla per l'altra parte del bilancio – le famiglie che possedevano il collaterale deprezzato (la casa). Lo stimolo, anche se progettato in maniera appropriata, al massimo sarebbe stato in

grado di bilanciare parte della crescita nel tasso di risparmio, ma era totalmente inadeguato per bilanciare la deflazione dei redditi e l'aumento nella disoccupazione dovuto al collasso dei prestiti al settore privato.

Il risultato paradossale è stato che, nonostante ci fosse un super-moltiplicatore durante l'espansione, il moltiplicatore era molto ridotto durante la crisi per via dell'aumento dei tassi di risparmio, portando alla conclusione che si trattasse di uno strumento inefficace per combattere la crisi. L'unico risultato visibile è stata la stabilizzazione del sistema finanziario, il ristabilimento dei redditi dei banchieri e un aumento nel debito governativo, il che ha condotto ad un rifiuto nel continuare ad usare lo stimolo per correggere il rallentamento dell'economia.

6. Diseguaglianza di reddito, squilibri e sproporzioni

Come si spiega la differenza tra l'impatto delle politiche di spesa pubblica su una deflazione del reddito e su una deflazione del debito? In una tradizionale deflazione del reddito il crollo nella spesa produce un crollo nell'occupazione e un calo nello sfruttamento degli impianti. Prendiamo uno stabilimento automobilistico. Durante una recessione lo stabilimento riduce la produzione e la profittabilità può crollare per via dei rendimenti di scala. L'iniezione di reddito governativa conduce ad una maggiore spesa, l'acquisto di più automobili, e al ristabilirsi dell'utilizzo degli impianti, un aumento dell'occupazione e un aumento dei profitti. La teoria assume che l'economia possa espandersi e contrarsi con proporzioni costanti in presenza di rendimenti costanti o crescenti. Il primo di questi assunti era implicito nella *Teoria generale* (si veda Kregel, 2008). Le difficoltà causate dal cambiamento delle proporzioni, in presenza di modifiche della domanda e dell'occupazione, sono state trattate da Keynes solo nella discussione sugli obiettivi occupazionali effettivamente possibili nel dopoguerra. La questione è stata ripresa da Luigi Pasinetti nella sua analisi del 1993 sul cambiamento strutturale e sulle condizioni necessarie per una crescita stabile nel lungo periodo.

Nel 1937, con la disoccupazione nel Regno Unito ancora superiore al 10%, Keynes (1937) notò che, per risolvere il problema della

disoccupazione, non erano richiesti maggiori stimoli: “Ciò di cui oggi abbiamo più bisogno è una giusta distribuzione della domanda, piuttosto che una maggiore domanda aggregata”. Keynes si riferiva al bisogno di domanda diretta e redditi per quelle industrie che potevano condurre ad una maggiore espansione dell'occupazione. Il problema era rappresentato dal collasso della domanda per le maggiori industrie esportatrici britanniche: tessile, industria estrattiva, ferro, acciaio, macchinari e costruzioni navali. Queste contavano per quasi il 6 del 9-10% di disoccupati rispetto agli anni '20, prima del collasso della borsa statunitense. Nel 1928, in alcuni settori, come ferro e acciaio, costruzioni navali e carbone, i tassi di disoccupazione raggiungevano il 22%, 35% e 16% rispettivamente. Un aumento del deficit di spesa complessivo del governo non avrebbe potuto surrogare l'assenza di domanda estera, e avrebbe potuto fornire solo un piccolo aiuto nello spostamento della domanda dai settori industriali in declino verso quelli in grado di produrre un'espansione sostenibile nell'occupazione. Sarebbe stata necessaria una gestione della domanda differenziata per settori produttivi, ma questo avrebbe richiesto un grado di pianificazione governativa e di intervento diretto che è raramente stato accettabile per i governi. Paradossalmente, gli aspetti dello stimolo di Obama che si occupano dell'investimento nelle infrastrutture e nell'ambiente soddisfano proprio tale condizione, ma hanno un impatto limitato nel generare occupazione in modo rapido.

Un altro aspetto del problema posto dalla struttura della produzione è l'impatto della distribuzione del reddito sulla struttura della domanda. A partire dalla legge di Engels, gli economisti hanno riconosciuto che le modifiche nel livello di reddito avranno un impatto sulla struttura della domanda. Leon (1967) ha esteso questa idea all'impatto di tali modifiche sulla stabilità della crescita. Nel contesto attuale, l'impatto dei cambiamenti nella distribuzione del reddito agisce sul livello del debito e sulla struttura della domanda. Dopo la compressione dei profitti degli anni '70, c'è stata una netta ristrutturazione dell'industria statunitense. Negli anni '90 questo processo è risultato in una netta crescita della produttività accompagnata da un ristagno dei salari. Allo stesso tempo, non ci fu un declino nella spesa delle famiglie, che ha continuato ad

aumentare come quota del reddito nazionale. La differenza nelle due variabili era costituita dai prestiti che le famiglie contraevano portando in garanzia la loro ricchezza netta – fondamentalmente immobili. Questa espansione della domanda basata sul debito ha inoltre prodotto un aumento dei redditi del sistema finanziario, producendo una crescita della quota dei profitti in quel settore. La relativa stabilità dei prezzi dei beni ha reso meno evidente la mancata crescita dei salari reali, mentre l'aumento dei prezzi delle attività ha significato che il rapporto tra debiti delle famiglie e attività rimaneva relativamente stabile. Fondamentalmente, le famiglie convertivano i guadagni in conto capitale sulle loro attività in reddito corrente. Ma, come Irving Fisher ha lungamente sostenuto, i guadagni in conto capitale non sono reddito.

Come Minsky ha constatato, schemi di questo genere sono posizioni alla Ponzi non sostenibili. Le perdite in conto capitale sulle attività venivano trasformate in perdite di reddito: non si trattava della tradizionale deflazione della domanda e le misure di politica fiscale volte a risolverla aumentando i redditi erano inadeguate. L'errore nelle politiche è stato il tentativo di inverare gli aumenti di reddito del settore finanziario risultanti dai guadagni fittizi in conto capitale, provando a stabilizzare il valore dei debiti da esso posseduti, senza fare nulla per risolvere l'insolvenza delle famiglie, permettendo che il valore delle loro attività e dei loro redditi crollasse.

7. Come possiamo ripensare le politiche di stimolo keynesiane?

1) riportare la distribuzione del reddito al centro delle politiche economiche: è un mezzo per influenzare la domanda che non si fonda sul debito;

2) tornare all'analisi settoriale/strutturale. La domanda deve essere mirata a specifici settori perché raggiunga il massimo impatto;

3) restringere le politiche monetarie alla stabilità finanziaria;

4) fare dell'occupazione il centro della politica economica.

Qui, un aspetto poco conosciuto del lavoro di Hyman Minsky (1986)

è istruttivo: “L’enfasi sull’investimento e sulla ‘crescita economica’, piuttosto che sulle politiche occupazionali, è un errore. Un’economia di pieno impiego è destinata ad espandersi, mentre un’economia che punti ad accelerare la crescita attraverso gli investimenti privati a elevata intensità di capitale non solo potrebbe non crescere, ma potrebbe essere sempre più iniqua nella distribuzione del reddito, inefficiente nella scelte delle tecniche, e instabile nel suo generale andamento”.

Per Minsky, il supporto all’occupazione potrebbe essere assicurato attraverso un “programma governativo per la garanzia dell’occupazione”, con il quale il governo si impegni ad offrire impiego a tutti coloro che lo vogliano e siano in grado di lavorare, a un salario vicino a quello minimo prevalente sul mercato. L’idea è quella di sostenere il flusso di reddito in grado di sostanziare le attività tramite vendite reali piuttosto che maggiori prestiti o prezzi crescenti. Il Levy Institute ha continuato a perseguire questa particolare linea di analisi con una specifica unità di ricerca.³ Di fronte alla crisi attuale, largamente basata sulla spesa per il consumo, Minsky avrebbe certo risposto che, se il consumo fosse stato finanziato dall’aumento dei salari al passo con la produttività, piuttosto che dal reddito trasferito al settore finanziario, buona parte della crisi sarebbe stata evitata. Il debito dei consumatori sarebbe stato minore e, se le banche avessero trasferito i loro maggiori guadagni in riserve piuttosto che utilizzarli per pagare bonus più elevati, la loro struttura di capitale sarebbe stata più solida. Per Minsky, l’impatto dell’instabilità della distribuzione dei redditi sarebbe stato un fattore estremamente importante. Senza dubbio avrebbe avuto un successo simile a quello ottenuto dalle politiche del New Deal nell’immediatezza dell’impatto sui redditi delle famiglie. Tuttavia, come osservato in precedenza, nonostante questo tipo di programmi sembrino avere un forte consenso popolare, la politica non è stata in grado di organizzare questo supporto e sta procedendo, invece, in direzione opposta.

³ Si veda <http://www.levyinstitute.org/research/?prog=9>.

BIBLIOGRAFIA

- BARBER W. (1996), *Designs within Disorder: Franklin D. Roosevelt, the Economists, and the Shaping of American Economic Policy, 1933-1945*, Cambridge University Press, Cambridge.
- BERNANKE B.S. (2004), "The Great Moderation", remarks by Governor Ben S. Bernanke at the meeting of the *Eastern Economic Association*, Washington (DC), 20 febbraio.
- BOSKIN M.J. (2009), "Obama's Economic Fish Stories", *The Wall Street Journal*, 21 luglio.
- COHEN A. (2009), *Nothing to Fear: FDR's Inner Circle and the Hundred Days that Created Modern America*, Penguin, Londra.
- FISHER I. (1906), *Capital and Income*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- KEYNES J.M. (1930), *A Treatise on Money*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- (1937), "How to Avoid the Slump", *The Times*, 12-14 gennaio.
- KOO R.C. (2008), *Balance Street Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, John Wiley, Hoboken (NJ).
- KREGEL J.A. (2008), "The Continuing Policy Relevance of Keynes's *General Theory*", in Forstater M. e Wray L.R. (a cura di), *Keynes for the Twenty-First Century*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- LAMBRO D. (2009), "Stimulus Impact Disputed", *The Washington Times*, 6 ottobre.
- LEON P. (1967), *Structural Change and Growth in Capitalism*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- LIZZA R. (2009), "Larry Summers and the White House Economic Team", *The New Yorker*, 12 ottobre.
- MINSKY H.P. (1986), *Stabilising an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven (CT).
- PASINETTI L.L. (1993), *Structural Economic Dynamics. A Theory of the Economic Consequences of Human Learning*, Cambridge University Press, Cambridge.
- SHENG A. (2009), *From Asian to Global Financial Crisis: an Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s*, Cambridge University Press, Cambridge.