

MONETA E DEBITO PUBBLICO

IL GOVERNO DELL' ECONOMICA TRA TEORIA E PRATICA

Francesco Silva

"Trust...is the currency of living" (T.Stoppard)

"... the spirit of envy and keeping up with the Joneses is, like greed, a valuable spur to economic activity."
(B.Johnson)

"Se non spero l'insperabile non lo troverai" (Eraclito)

INDICE

Prima Parte

-Rai Radio 3	p.2
-Prima che esistesse una teoria	p.4
-L'economia tolemaica	p.8
-Il mercato del debito	p.11
-L'aritmetica della teoria quantitativa della moneta (TQM)	p.12
- La fine dell'epoca del <i>laissez faire</i>	p.16
-La "rivoluzione copernicana"	p.19
-Keynes e l'invenzione della politica fiscale	p.21
-Dal <i>gold</i> al <i>dollar standard</i>	p.23

Seconda Parte

-I keynesiani e la <i>golden age</i> (1950-1972)	p.26
-La fine di Bretton Woods e della rivoluzione copernicana	p.29
-La controrivoluzione tolemaica: le premesse politiche	p.31
-La controrivoluzione tolemaica: la politica economica	p.34
- Il radicamento del neo-liberismo (1979-89)	p.40
- Il Washington consensus (1989): i mercati si adattano alla teoria	p.42
- Il mondo sta cambiando (1989-2007)	p.44
- Il trionfo della finanza (1989-2007)	p.46
- Crescita senza inflazione	p.50
- Le diseguaglianze distributive e il deficit commerciale	p.51
- La diversità dell'UE	p.53
- Il crack finanziario e la Grande recessione (2007-08)	p.53
- Il monetarismo keynesiano dopo il crack finanziario	p.57
- <i>Quantitative easing</i> , inflazione e investimenti	p.60

Terza Parte

- Criticità irrisolte e nuove	p.61
- L'austerità in Eurolandia, ovvero come farsi male da soli	p.63
- Covid19 e il grande debito	p.65
- Il grande debito è un problema?	p.67
-Conclusioni	p.75
-Bibliografia	p.77

A fine testo un'Appendice/Glossario spiega il senso di alcuni termini tecnici utilizzati, per facilitarne la comprensione. Le parole contenute nel testo affiancate da * sono quelle ivi contenute

I keynesiani e la *golden age* (1950-1972)

Quando alla fine degli anni Quaranta l'economia di guerra lascia finalmente il posto a quella di pace la politica economica indossa una veste keynesiana, in primo luogo negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Non è la vittoria dei copernicani, ma dell'interpretazione che ne dà *main stream*. Keynes aveva avuto successo, ma era accademicamente debole, e l'accademia era tendenzialmente tolemaica.

Il contributo di Keynes è troppo alternativo al pensiero tolemaico nel linguaggio, nel metodo, e nel contrasto al concetto di autoregolazione dei mercati. Keynes vive nella storia ma l'accademia è interessata a costruire modelli logicamente coerenti, a prescindere dalla storia. A Keynes mancava una teoria microeconomica alternativa da contrapporre all'EEG e alla TQM. L'accademia era disposta ad accettare la soluzione prospettata da Keynes al problema della disoccupazione, ma non molto di più. Si aggiunga che l'alta teoria era emigrata dal Regno Unito, ex centro dell'universo economico, agli Stati Uniti, nuovo centro, e in questo paese la tradizione degli studi economici era accademica e tolemaica, con poche eccezioni – tra cui ad esempio T.Veblen e J.Commons. Personaggi come Keynes o Marx appartenevano a un mondo culturale troppo diverso. La tigre di Keynes non può muoversi liberamente nei giardini del castello tolemaico, se non trasformata in un grande gatto a strisce. Si accantona il linguaggio e il metodo di Keynes, così come il ruolo essenziale delle aspettative e dell'incertezza, e la *General Theory* viene interpretata, scorrettamente, come un caso particolare della più generale teoria tolemaica, quello in cui i salari monetari sono rigidi e le aspettative non sono determinanti. Per i tolemaici non è la loro teoria ad essere distante dalla realtà, ma l'opposto. E' quest'ultima a doversi adattare alla teoria, operazione che sarà alla base del neo-liberismo, come si vedrà.

Vi è comunque da considerare che col passare degli anni l'interesse politico al problema di Keynes - la disoccupazione in stato di depressione dell'economia -, cala perché non ha più natura strutturale, grazie proprio al successo di Keynes. Si evidenziano nuovi interessi, e in primo luogo quello per il controllo dei cicli economici, per la crescita economica e,

soprattutto in Europa, per il welfare.

La politica economica per il controllo dei cicli economici si basa sul modello denominato IS-LM*, un ibrido tra il pensiero di Keynes e quello tolemaico, elaborato tra gli altri dai premi Nobel P.Samuelson, J.Hicks, F.Modigliani. Questo modello prevede che la politica economica abbia due strumenti, quello monetario e quello fiscale. L'idea che lo sostiene è che per attenuare le onde espansive e depressive del ciclo e impedire fiammate inflazionistiche si debbono coordinare la politica fiscale e monetaria, accompagnate eventualmente da altri strumenti, come la politica dei redditi* che dovrebbe allineare la crescita dei salari con quella della produttività. E' la politica pragmatica del *fine tuning* volta a mantenere un livello occupazionale tendenzialmente elevato e senza inflazione.

L'obiettivo dello sviluppo di tutti i paesi occidentali è posto sul tappeto dal presidente statunitense Truman nel 1949 in un discorso al Congresso. Ne derivarono programmi di aiuti USA e della World Bank*ai paesi così detti "sottosviluppati", in chiave anticolonialista e antisovietica. Mancando una teoria della crescita di Keynes, gli economisti più vicini al suo pensiero, i keynesiani, costruiscono nuovi modelli in contrasto o anche in collaborazione con quelli tolemaici: R.Harrod, E.Domar, N.Kaldor, J.Robinson, L.Pasinetti, R.Solow, etc. sono alcuni degli economisti inglesi, italiani e statunitensi che più contribuiscono in questo campo. L'idea che li accomuna è l'importanza da loro attribuita all'accumulazione del capitale, ossia agli investimenti fissi, e al progresso tecnologico in essi incorporato, fattori fondamentali per la crescita. Il mantenimento del pieno impiego e di un'appropriata distribuzione del reddito tra profitti e salari – da cui la politica dei redditi - favoriscono gli investimenti, le economie di scala, e quindi l'aumento della produttività del lavoro e la crescita.

L'evidenza storica indica che tra il 1950 e il 1972 vi è un forte aumento del PIL in tutti i paesi occidentali. L'Europa inizialmente fa più fatica perché risente del proprio passato prebellico e dell'esaurimento del colonialismo – in particolare il Regno Unito e la Francia. Questo risultato è imputabile alle politiche keynesiane di stabilizzazione del ciclo, ma soprattutto all'evoluzione delle forze di mercato che riescono ad esprimersi grazie alla stabilità dei mercati valutari internazionali. In questo contesto prende forza la crescita delle esportazioni, ma anche dei consumi e degli investimenti privati sollecitati dalla diffusione

di nuovi modelli di consumo, dal progresso tecnologico e organizzativo (diffusione del ford-taylorismo), e dai bassi costi del lavoro e delle materie prime. Si genera un forte aumento della produttività, grazie anche allo sfruttamento delle economie di scala, di cui beneficiano i profitti e i salari. I grandi protagonisti sono i sindacati e le grandi imprese la cui tacita contrattazione virtuosa consiste nell'ottenere una distribuzione dei benefici della maggior produttività tra salari e profitti senza attivare spinte inflazionistiche. Le grandi imprese, che hanno un discreto ma robusto rapporto con lo Stato, sono governate da manager interessati alla massima crescita delle imprese, finanziata dai profitti e dall'emissione di azioni quotate in borsa e possedute da un largo pubblico (R.Marris, 1972). Il mercato borsistico ha una funzione di controllo indiretto delle azioni dei manager. E' questa la logica delle *public company*.

Il ruolo dello Stato non è riducibile al controllo del ciclo. Nei primi decenni postbellici, soprattutto in Europa, è convinzione condivisa che lo Stato possa e debba contribuire direttamente o indirettamente all'accumulazione del capitale e quindi alla crescita. In alcuni paesi europei (Regno Unito, Francia, Italia, Germania) si affermano le imprese a controllo pubblico e vengono anche sperimentate diverse forme di programmazione economica. E' un orientamento che s'ispira sia all'esperienza maturata nella crisi degli anni Trenta, sia alla programmazione socialista. Si consolidano anche le pratiche di regolamentazione del mercato, soprattutto in Europa, nei servizi di pubblica utilità, nel mercato del lavoro, nel settore commerciale, nel settore finanziario e bancario.

La spesa pubblica cresce. Riprendono le spese militari motivate negli Stati Uniti dalla guerra di Corea e dalla Guerra fredda e nei paesi europei dalle operazioni di difesa delle colonie (Indocina, Algeria, Suez, Angola, etc.). Negli Stati Uniti vengono attuati grandi investimenti pubblici per la costruzione di infrastrutture, come l'*Interstate Highway System*, si lancia il progetto di conquista dello spazio e infine l'iniziativa della "grande società" (sanità, istruzione, infrastrutture, etc.) promosso dal Presidente L.Johnson. Nel Regno Unito nasce il welfare state. In Germania vi è ibrido tra welfare bismarckiano e liberismo. Sono spese che rispondono alla forte domanda collettiva di più sicurezza economica e più servizi pubblici. E' una tendenza che i politici assecondano perché promuove il consenso degli elettori, e proprio questo consenso, accompagnato da una

distribuzione del reddito tendenzialmente più equa, genera i decenni di crescita chiamati *golden age*. Per finanziare l'aumento della spesa pubblica cresce la pressione fiscale con un carattere piuttosto progressivo e quindi redistributivo: fino al 1980 l'aliquota sui redditi più alti è in media dell'81% e l'aliquota più alta applicata alle successioni è del 75% (Piketty, 2020 p. 512). Nel Regno Unito la pressione fiscale è ancora maggiore.

Aumenta la presenza pubblica nell'economia ma diminuisce il rapporto D/Y: negli USA nel 1980 è pari al 50%; lo stesso avviene nel Regno Unito, dove è il 50%; in Germania è stabilmente intorno al 20% fino al 1975 (A. Francese, A. Pace, 2008); per i paesi industrializzati nel loro complesso scende dal 120% all'inizio degli anni Cinquanta al 30% all'inizio degli anni Settanta. Questo esito dipende solo in parte l'effetto della maggiore pressione fiscale, ma soprattutto della robusta crescita del denominatore del rapporto del PIL, dovuta ai motivi appena detti. Lo sviluppo della *golden age* si concretizza grazie - o nonostante - a seconda dei punti di vista, la forte intermediazione dello Stato nell'economia.

La fine di Bretton Woods e della rivoluzione copernicana

Verso la fine degli anni Sessanta l'economia statunitense è vicina alla piena occupazione così che l'ulteriore e consistente aumento della spesa pubblica a sostegno della "grande società" e della guerra del Vietnam quasi inevitabilmente determina quello dei salari e dei prezzi, e il peggioramento dei conti commerciali con l'estero. Nei mercati valutari il conseguente eccesso di dollari circolanti rende non più sostenibile la vecchia parità con l'oro. I capitali si spostano inoltre con più libertà e in quantità crescente alla ricerca di rendimenti più alti, principalmente dagli USA all'Europa, destabilizzando i mercati delle valute. Nel 1965 l'allora presidente francese C. De Gaulle, mosso da pulsioni nazionalistiche, annuncia di volere chiedere il pagamento in oro dei dollari di cui le riserve francesi hanno ampia disponibilità, ma alla dichiarazione non seguono i fatti. Nel 1967 in modo più discreto l'allora governatore della Bundesbank K. Blessing, chiede il pagamento in oro dei dollari di cui sono gonfie le riserve della banca, ma deve desistere – *the Blessing letter* - per una sorta di ricatto economico e politico da parte del capo della FED, W. Martin. La sicurezza della Germania dipende dalle truppe statunitensi stanziate in Germania. Dopo pochi anni (1971) vince il mercato: gli Stati Uniti per compensare il loro doppio deficit*,

- dei conti pubblici e del commercio estero - avevano immesso dollari sui mercati internazionali, così che infine il dollaro si svaluta e l'accordo di Bretton Woods muore. Questo evento può essere considerato come una sorta di rivincita intellettuale di Keynes contrario a un sistema monetario internazionale centrato sul dollaro.

I mercati internazionali delle valute ballano per effetto dell'aumento dei movimenti speculativi dei capitali tra Stati Uniti ed Europa dapprima e in seguito per effetto della svalutazione. Nel 1974 paesi produttori di petrolio – cartello OPEC - reagiscono alla caduta del dollaro aumentando il prezzo del petrolio (primo shock petrolifero). In questo contesto molto incerto si afferma e consolida un sistema a cambi variabili*, in cui il dollaro rimane la valuta più importante, marginalmente affiancata da altre. Il sistema monetario internazionale guadagna in flessibilità e la camicia di forza deflazionistica fatta indossare dall'IMF diviene meno vincolante. Rimane pur sempre vero che il dollaro è sempre la valuta internazionale e il “paradosso di Triffin” trova conferma, anche se in modo meno rigido. Non è la prima volta e non sarà l'ultima che le conseguenze economiche di un conflitto bellico sostenuto dal “centro” risultino dirompenti per gli equilibri monetari ed economici internazionali: così era avvenuto con la Prima e la Seconda guerra mondiale, così avviene con la guerra del Vietnam e sarà ancora nel 2007/08 per effetto dell'impegno bellico statunitense in Afghanistan e in Irak (I.Cipolletta, 2010).

Le incertezze e gli squilibri che segnano l'economia e la società degli anni Settanta non sono solo l'effetto della crisi del sistema monetario internazionale. Nuovi concorrenti – Giappone, Corea, etc. - entrano con successo sui mercati internazionali insidiando le posizioni di chi li aveva fino ad allora dominati. Il conflitto distributivo tra salari e profitti è forte perché si è vicini alla piena occupazione e vi è un'ideologizzazione del conflitto sociale. Lo shock petrolifero* del 1973/74 è come un'improvvisa e forte tassazione – si parla infatti di imposta petrolifera - che determina un aumento dei costi di produzione e quindi dei prezzi. Di fronte alla maggiore incertezza e alla compressione dei profitti frenano gli investimenti. L'effetto combinato di tutti questi fattori è l'avvio di una spirale inflazionistica – in alcuni casi fortissima come l'Italia e il Regno Unito –, il rallentamento della crescita, e l'aumento della disoccupazione. Si passa dalla crescita rapida senza inflazione alla compresenza di inflazione e di stagnazione (stagflazione). La *golden age*

dei paesi atlantici s'interrompe a seguito del suo stesso successo che ha modificato gli equilibri dei mercati interni e internazionali, e per ragioni politiche, di cui la guerra del Vietnam è la più evidente.

Si parla ora di “crisi fiscale dello stato” (J. O'Connor, 1977), e si considera non più sostenibile il welfare state, che pur rappresenta la maggiore e forse unica grande innovazione politica e sociale europea nella seconda metà del Novecento. In realtà il peso del debito sul PIL continua a diminuire almeno fino a metà degli anni Settanta. Non è appropriato parlare di insostenibilità del debito pubblico, ma certo è aumentata l'incidenza della spesa pubblica e della tassazione sul PIL. A qualcuno questo piace, ad altri no.

Il lascito dei due decenni di rapida crescita è dunque l'inflazione e la forte presenza pubblica nell'economia, frutto soprattutto delle scelte politiche di guerra e del welfare, oltre che dei mutati rapporti di forza tra lavoro e proprietà delle imprese, tra paesi allora industrializzati e nuovi protagonisti internazionali. Eppure a essere imputate di questo esito insoddisfacente sono proprio le politiche keynesiane, che non dispongono di una ricetta per affrontare e por fine alla stagflazione: manovrare la domanda aggregata non serve a frenare l'aumento dei costi e dei prezzi, stante l'obiettivo della piena occupazione.

C'è di più. La classe dirigente politica statunitense, europea e giapponese formatasi con la Seconda guerra mondiale, che aveva governato con successo le economie occidentali negli anni postbellici fino agli anni Settanta va esaurendosi, e con essa la preferenza per una politica economica aggregante, che cerca un consenso basato su un benessere collettivo diffuso, non accentrato. La *golden age* si sta smarrendo nelle turbolenze nazionali e internazionali, forse anche per un eccesso di fiducia nell'intervento salvifico dello Stato. Il paese in cui questo smarrimento è più evidente è il Regno Unito, che stenta più di ogni altro la perdita dell'impero e in cui il potere d'interdizione delle *trade union* è molto forte. Sta maturando una nuova classe politica portatrice di una visione più divisiva della società, attenta ai successi dell'economia e della finanza a prescindere dai suoi effetti socialmente escludenti, ossia più attenta alla ricchezza che all'occupazione, e poco interessata a porre limiti alle diseguaglianze.

La controrivoluzione tolemaica: le premesse politiche

Nelle scienze “pesanti” – fisica, matematica, astronomia, chimica, biologia, etc. - le conoscenze passate sono gradini di una scala che porta sempre più in alto con l’aiuto di nuove teorie che, validate empiricamente, consolidano nuove conoscenze, e il loro procedere non è condizionato dal contesto politico, almeno nei contenuti. Così non avviene per l’economia dove le nuove teorie possono essere una riedizione delle vecchie o una diversa enfattizzazione degli stessi problemi – ad esempio la disoccupazione e l’inflazione -, e dove la validazione empirica spesso manca e quando c’è dipende in modo essenziale dai tempi e dal luogo in cui sono fatte, e in cui si rispecchiano più o meno consapevolmente il contesto politico e gli interessi prevalenti.

A partire dagli ultimi anni Settanta la politica economica cerca una risposta alle preoccupazioni per l’inflazione, oltre che all’insofferenza crescente per la pressione fiscale e la forte presenza pubblica nell’economia. Nel Regno Unito, dove il PIL ristagna, l’inflazione è molto alta, le richieste sindacali fuori controllo, e la presenza pubblica è cospicua, preoccupazioni e insofferenze sono forti nella parte più ricca della popolazione, ma non solo. Negli USA la stagflazione ha numeri meno drammatici, ma ribolle l’opposizione all’intervento dello Stato federale, che si era espanso con Roosevelt, oltre che all’alta tassazione dei redditi più elevati.

Questo è il terreno di coltura di quella rivoluzione, o controrivoluzione, chiamata neo-liberismo, forma estremizzata del liberismo anglosassone tradizionale (H.Rosenblatt, 2018), frutto della convergenza tra pensiero economico e politico. Per il neo-liberismo l’interesse individuale (*greed*) e il libero mercato sono il fondamento del comportamento umano e dell’organizzazione sociale. Deve quindi essere ridimensionato il ruolo dello Stato nell’economia, ovvero, come sintetizza uno slogan di successo: “meno stato e più mercato”. Il neo-liberismo prima di essere una nuova teoria economica è una nuova ideologia, l’assolutizzazione di opinioni e valori utilizzata per orientare le scelte pubbliche. Il vecchio pensiero tolemaico regna quasi indisturbato nel mondo accademico sebbene l’economia fattuale non lo validi. Questo insuccesso per i neo-liberisti non è imputabile al quel pensiero, ma dal mancato adeguamento dell’economia fattuale a quella teorica. Propongono pertanto di riformare la società così da renderla più compatibile con le loro stesse idee, in questo aiutati dalla politica, sensibile agli interessi che la sostengono e

vedono nello Stato un ostacolo. La teoria tolemaica ha sempre sostenuto che l'oggetto principale dell'economia, l'efficienza, è cosa diversa e indipendente da quello della politica, la distribuzione del reddito, ma con il neo-liberismo la separazione tra economia e politica svanisce, poiché la prima ha bisogno della seconda per validarsi.

Il neo-liberismo ha radici lontane. E' il frutto di un progetto intellettuale e politico il cui primo seme era stato posto nel 1947, anno in cui H.Truman, Presidente degli USA, aveva proclamato la "dottrina" che guiderà la politica estera statunitense nei decenni successivi, denominata dall'influente giornalista statunitense W.Lippman "guerra fredda". In quell'anno viene fondata in Svizzera la Mont Pelerin Society il cui programma politico consiste nella promozione del libero mercato, di una società libera, e nel ridimensionamento dello Stato. Il progetto nasce in tempi in cui in Europa l'esperienza sovietica dell'economia pianificata esercita una certa suggestione, a cui Mont Pelerin si oppone. Tra i suoi animatori vi è lo stesso W.Lippman, ma soprattutto l'economista austriaco F.Hayek, naturalizzato USA e membro influente della così detta "Scuola di Chicago", che diventerà il centro intellettuale del neo-liberalismo, oltre che premio Nobel per l'economia nel 1974. Fiero oppositore di Keynes già dagli anni Trenta, esponente di spicco della scuola liberista austriaca afferma che il mercato concorrenziale è lo schema organizzativo della società, una costruzione "naturale" il cui funzionamento richiede il minimo intervento dello Stato. L'uso del riferimento "naturale" ha di per sé stesso un contenuto ideologico, dal momento che non vi è nulla di "naturale" nell'economia, che è un prodotto dell'uomo socializzato, ossia della cultura, che è mutevole nella storia dell'umanità.

La Mont Pelerin Society raccoglie e raccoglierà personaggi eminenti e diversi come L.Einaudi, B.Leoni, K.Popper, M.Friedman, L.Robbins, W.Roepke, R.Reagan, G.Howe, etc., ossia influenti filosofi, politologi, economisti, politici europei e statunitensi di area conservatrice/liberista. Da questa società, che valorizza l'osmosi tra pensiero economico e politico, prendono avvio le prime riflessioni e proposte su cui si baserà la costruzione neo-liberista degli anni Ottanta. Forse mai come in questa occasione teoria economica e politica si tengono per mano per costruire un progetto economico e politico, contrapposto al keynesianesimo ma più in generale all'idea che il mercato funziona se e solo se esistono

regole che ne impediscano le probabili degenerazioni e se interviene la mano pubblica quando necessario. Questo movimento, fortissimo in alcune sedi universitarie, ben sostenuto finanziariamente da fondazioni e *tycoons*, ben organizzato politicamente realizza un'operazione culturale e politica di grande successo (J.Micklethwait, A.Wooldridge, 2004). Saranno in concreto soprattutto due leader, M. Thatcher e R. Reagan, espressione di una nuova generazione di politica, a trasformare il progetto in una realtà storica.

Il neo-liberismo vuole sostituire il “patto sociale implicito” che nei decenni precedenti aveva coinvolto tre soggetti - lo Stato, i sindacati e la grande impresa – con un nuovo “patto” che esclude i sindacati, veda il rapporto Stato - interessi economici governato non dalla politica, ma dal mercato. In questo “patto” lo Stato è il contraente debole, mentre quello forte è l'insieme degli interessi, o poteri, economici. Non dovrebbe dunque sorprendere se lo Stato, e la sua politica economica, risulterà condizionato da questi poteri, sempre più concentrati. Il neo-liberismo ritiene che mercato concorrenziale e democrazia siano due facce della stessa medaglia. In realtà avverrà che i poteri diffusi svaniranno, che si creerà una forte diseguaglianza nella distribuzione dei redditi e dei poteri e che nel mercato concorrenziale emergeranno centri di potere molto forti, tendenzialmente monopolistici, che il potere politico ne risulterà condizionato. Il potere che emergerà con più forza è quello della finanza, grazie alle nuove regole, o non regole, e agli avvocati “ La legge è la stoffa dalla quale viene ricavato il capitale; assegna a chi ne detiene gli asset il diritto all'uso esclusivo e alle rendite che ne scaturiranno; consente al capitale di non imperare grazie alla forza, ma secondo il diritto...Il capitale è tanto capace di trasformarsi (dalla terra alle aziende, ai debiti, alle idee) perché sono gli agenti privati e non pubblici a codificarlo tramite la legge...Quando nuovi asset vengono codificati come capitale oppure pratiche di codifica preesistenti valicano i confini consueti, ogni piccolo passo viene stabilito con cura dai detentori degli asset e dai loro avvocati, i signori del codice” (M.Pistor, 2019, pp.213-15). Dunque i proprietari di ricchezza e i loro avvocati sono i protagonisti di questa fase dello sviluppo capitalistico.

La controrivoluzione tolemaica: la politica economica

La politica economica neo-liberista cammina su sei gambe: la nuova microeconomia

dell'*homo oeconomicus*, la nuova macroeconomia classica, il neo-monetarismo, la liberalizzazione dei mercati, la privatizzazione delle imprese pubbliche, e infine la teoria endogena della crescita.

G.Backer, economista di Chicago e premio Nobel nel 1992 estende il campo d'azione dell'*homo economicus* e ne esalta la razionalità comportamentale. Nei due scritti "*The Economic Approach to Human Behavior*" (1978) e "*Human Capital*" (1993) argomenta che il comportamento umano è sempre ottimizzante, non solo quando sceglie cosa consumare e come investire, ma anche in situazioni solitamente interpretate dalla psicologia, come il suicidio e il matrimonio. Con Backer l'economia si candida come strumento per interpretare il comportamento umano in generale.

Se G.Backer pone le basi microeconomiche del neo-liberismo, R.Lucas, pure economista di Chicago e premio Nobel (1995), pone quelle macroeconomiche, che chiama "nuova macroeconomia classica", il cui baricentro sono le aspettative che i soggetti economici, persone o organizzazioni, hanno rispetto alle dinamiche di mercato. Già Keynes aveva attribuito alle aspettative un ruolo fondamentale, ma le sue non erano necessariamente razionali, come si è detto. Nella nuova macroeconomia gli agenti economici hanno invece aspettative "razionali", ossia credono che i mercati siano perfetti e che tutti condividano questa stessa credenza e si comportano di conseguenza. E' la fede nel mercato concorrenziale che guida i soggetti economici sulla via della buona scelta. Ritiene inoltre che le scelte siano fatte in condizione di incertezza debole, o rischio, calcolabile statisticamente, concetto diverso dall'incertezza radicale keynesiano. La preconditione istituzionale di queste aspettative è il funzionamento libero e perfetto delle forze di mercato. Aspettative razionali e mercati liberi da vincoli statali ne garantiscono un equilibrio efficiente. Se è vero che negli anni Novanta gli agenti dispongono di molte più informazioni rispetto ai tempi di Keynes, oltre che di una maggiore capacità di calcolo, è anche vero che il mondo è forse ancor più complesso e imprevedibile di allora. Keynes pensava al comportamento effettivo degli operatori economici, Lucas ha in mente il comportamento che dovrebbero avere affinché il mercato concorrenziale funzioni. Sull'ipotesi di razionalità totale si baseranno nei decenni successivi gran parte dei modelli macroeconomici utilizzati. Lucas è così convinto della solidità della sua nuova

macroeconomia che nel gennaio 2003 all'assemblea annuale dell'American Economic Association afferma che "...il problema centrale della prevenzione della depressione è risolto, da ogni punto di vista". (R.Lucas, 2003, p. 10). La malattia della depressione è stata sconfitta dal suo vaccino.

Il grande protagonista del neo-liberismo è però M.Friedman, influente economista di Chicago e premio Nobel (1976), divulgatore e suggeritore di politiche economiche (Stati Uniti, Regno Unito, Cile), degno di un posto sull'Olimpo degli economisti per la qualità e vastità tematica dei suoi scritti. Friedman contribuisce al pensiero politico con un influente libro su libertà e capitalismo (M.Friedman, 1962), indicando come il suo progetto di ricerca abbia una doppia valenza, politica ed economica. E' inoltre uno dei pochi economisti consapevole dell'importanza e del senso del metodo della ricerca economica. Distingue tra economia positiva – insieme di generalizzazioni provvisoriamente accettate sui fenomeni economici e utilizzabili per fare previsioni (M.Friedman, 1966) -, priva di giudizi di valore, e politica economica per sua natura più soggetta a valutazioni non fattuali. A suo avviso nel primo ambito il ricercatore economico, in questo non dissimile da ogni altro ricercatore, indica le ipotesi (i modelli) validabili con i dati e/o con il dibattito scientifico, ipotesi scelte sulla base di *assumption* non devono necessariamente essere realistiche. Le sue *assumption*, e degli altri economisti di Chicago e dei tolemaici - concorrenza perfetta, monopolio perfetto, aspettative razionali, etc..- palesemente non lo sono. Il processo di validazione delle ipotesi porta con sé il riconoscimento della robustezza delle loro *assumption*. Il problema è che molte ipotesi non sono affatto validate dall'evidenza empirica. Inoltre le sue *assumption* escludono aspetti essenziali dei fenomeni sociali ed economici, come l'interdipendenza delle scelte aspetto che la concorrenza perfetta e il monopolio non contemplano. Non ha alcun senso scientifico pensare alla società come a un insieme di "monadi" che interagiscono indirettamente grazie a un prezzo fissato dal mercato (concorrenziale). Non sorprende quindi che la ricerca applicata condotta dagli economisti in generale, e quindi non solo da quelli di Chicago, dia risultati tutt'altro che univoci e lo stesso vale per il dibattito scientifico. E' normale che in una scienza sociale come l'economia vi sia una galassia di posizioni, diversamente da quelle "pesanti".

Friedman, architetto della politica macroeconomica neo-liberista, sostiene il ritorno a una TQM, aggiornata. Costruisce un modello di “economia positiva” basato su una sua poderosa ricerca storica sulla moneta negli USA in cui aveva verificato la tendenziale stabilità della velocità di circolazione della moneta (il cui inverso è k , come sappiamo). Egli propone quindi un modello composto da due equazioni, in sostituzione di quella di Fisher/Marshall ($M=kPY$). La prima vale nel lungo periodo: $P=g(M)$, ossia l’andamento dei prezzi dipende della quantità di moneta offerta (la costante k è parte dell’equazione); la seconda vale nel breve periodo: $PY=f(M)$, ossia la quantità di moneta può influenzare, ma solo transitoriamente, anche il livello del PIL. Da queste equazioni Friedman e in base alle sue valutazioni ricava la ricetta per la migliore politica economica: per far sì che l’economia cresca in modo stabile senza inflazione la FED dovrebbe aumentare in modo stabile e prevedibile l’offerta di M , senza tener conto delle tendenze congiunturali. Questa crescita garantisce un tasso di disoccupazione “naturale”, superiore a quello di piena occupazione keynesiana. Il termine “naturale” non si riferisce ad alcuna legge della natura, ma a quell’equilibrio del mercato del lavoro che non genera inflazione. Segnala dunque la priorità della stabilità dei prezzi rispetto al livello di occupazione. L’attivazione di una politica fiscale, ma di per sé anche monetaria, espansiva potrebbe influire transitoriamente sulla crescita di Y e quindi sull’occupazione, ma presto nascerebbero aspettative sull’aumento dei salari e quindi dei prezzi, aumenterebbe il costo del lavoro e quindi la disoccupazione. Inesorabilmente si ritornerebbe al tasso “naturale” di disoccupazione. La distanza tra il livello di occupazione keynesiano (presenza di sola disoccupazione frizionale) e quello “naturale” è il costo della non inflazione. Per Friedman non è possibile “battere il mercato” cercando di superare il suo equilibrio “naturale” con la politica fiscale, o anche con una politica monetaria troppo espansiva. Interventi di diverso tipo e mirati a ridurre quella distanza, come ad esempio la politica dei redditi, rappresenterebbero un indebito e inaccettabile intervento dello Stato nella libera contrattazione tra le parti sociali. In sintesi, la buona politica economica consiste nella stabilità dell’offerta di moneta. La quarta gamba del pensiero neo-tolemaico è la politica di liberalizzazione* dei mercati, ossia l’idea che debbono essere soggetti a poche regole, dal momento che si autoregolano. E’ questa la principale battaglia con cui i neo-tolemaici cercano di vincere e adattare la

realtà alle loro teorie, e in effetti vincono. I mercati finanziari sono quelli in cui è maggiore, e più dirompente, il processo di liberalizzazione. E.Fama, pure economista di Chicago e premio Nobel (2012), sostiene con eleganza analitica che i mercati finanziari, in assenza di regole distorcenti, sono efficienti e in equilibrio. E' la teoria dell'*efficient capital market* che esclude rischi di crisi di borsa derivanti da bolle speculative, proprio perché il mercato non regolato è un operatore che guida le scelte razionali e informate degli operatori verso l'equilibrio dei mercati. Il loro sbalorditivo sviluppo a partire dagli anni Ottanta frutto della globalizzazione, dell'aumento della ricchezza finanziaria disponibile, e dei nuovi strumenti finanziari altamente speculativi tra cui in particolare i così detti "derivati" – scommesse -, ha però come premessa indispensabile la loro liberalizzazione. Fama affianca alla teoria dell'*efficient capital market* anche una nuova teoria dell'impresa, interpretata come attività finanziaria il cui rendimento è in competizione con quello di ogni altra attività finanziaria. Da qui l'importanza che assumono le strategie manageriali aventi l'obiettivo di massimizzare il valore delle azioni, a beneficio dei manager e degli azionisti, così come l'utilità di scalate finanziarie mirate al controllo delle imprese, di cui può anche essere conveniente fare spezzatini per rivenderli a massimo beneficio finanziario. L'ottica di breve periodo dell'uomo della finanza prevale su quella di più lungo periodo dell'imprenditore. Il valore intrinseco di un'impresa, dato dalla sua organizzazione, conoscenze e mercati, è ora sostituito dal valore di borsa. Chi investe in borsa vende le azioni di imprese il cui rendimento non è competitivo e così facendo le obbliga a massimizzare il loro valore oppure ad abbandonare il campo.

I neo-liberisti sono anche promotori della liberalizzazione dei servizi di pubblica utilità. A.Kahn, economista della Cornell University, è il principale paladino della loro deregolamentazione, ossia dell'allentamento o scomparsa dei lacci posti fino ad allora dallo Stato. Questa politica viene attuata per l'aeronautica, le telecomunicazioni, l'energia elettrica e del gas, i trasporti pubblici, le poste, etc.. L'obiettivo è creare le condizioni per un'effettiva concorrenza tra privati, eliminando i monopoli pubblici e/o riducendo le regole esistenti, e creando Agenzie che disegnano in senso competitivo il mercato e ne difendono il buon funzionamento. Ne seguiranno - già negli anni Ottanta negli USA e nel Regno Unito, e successivamente nei paesi appartenenti alla CEE - la liberalizzazione del settore

elettrico e del gas, delle telecomunicazioni, di distribuzione dell'acqua, dei trasporti aerei, via terra, del servizio postale, e la nascita di specifiche Autorità di garanzia. Seguirà effettivamente una fase di maggiore concorrenza, ma il passo successivo sarà quello di una forte concentrazione oligopolistica.

Nel 1976, con un libro non nuovo nei contenuti ma efficace nella comunicazione, due economisti britannici, R.Bacon e W.Eltis, riprendono l'antica tesi di A.Smith secondo cui la presenza dello Stato nell'economia (britannica) spiazzava il settore privato frenando la crescita della produttività e del PIL, che in effetti nel Regno Unito era allora stagnante. Chiedono di ridimensionare lo spazio occupato dallo Stato produttore di servizi e di manufatti, partendo dall'ipotesi a priori che l'impresa pubblica sia meno efficiente di quella privata. Il passaggio dal controllo pubblico a quello privato avrebbe dunque di per sé un effetto positivo sulla produttività e la crescita. Un punto centrale del programma di governo di M.Thatcher (1979-1990) sarà proprio la privatizzazione* delle imprese pubbliche, a iniziare dai servizi di pubblica utilità, sostituendo al monopolio pubblico più concorrenza tra privati efficienti. A questo motivo dichiarato se ne aggiunge un altro meno esplicito, quello di aumentare l'estensione e la profondità dei mercati azionari, risultato ottenuto facendo quotare in borsa le grandi imprese dei servizi pubblici ora privatizzate. La City di Londra, già favorita dalla liberalizzazione del mercato finanziario, ringrazia e torna a essere il principale mercato finanziario mondiale, dopo Wall Street.

Il paradigma neo-tolemaico porta anche a rivedere le politiche per la crescita economica. Secondo i keynesiani la crescita (esogena) dipendeva in primo piano dagli investimenti e dal progresso tecnico, il quale aveva natura esogena, ossia "pioveva dal cielo". Lo Stato poteva avere un ruolo importante proprio nel promuovere l'accumulazione. La nuova teoria della crescita (endogena) il cui principale artefice è P.Romer, pure economista di Chicago e premio Nobel (2018), afferma invece che sono il mercato stesso e le istituzioni*a generare i fattori principali che sostengono la crescita, se non condizionato negativamente da impedimenti regolatori. I fattori che contano, più ancora degli investimenti, sono il progresso tecnologico (endogeno), il capitale umano (ossia la formazione) e le istituzioni ben funzionanti: la politica economica per lo sviluppo dovrebbe quindi implementare le riforme che perfezionano il funzionamento dei mercati del lavoro, dei capitali, della ricerca

e delle innovazioni. Allo Stato spetta creare le precondizioni, non intervenire direttamente. L'insieme di queste teorie e proposte di politica economica è analiticamente solido e di ampio spettro. Le accomuna una fede quasi religiosa nel mercato concorrenziale inteso come ottimo e unico regolatore dell'economia, ma anche della società. Lo conferma l'idea di antitrust maturata dalla scuola di Chicago, riassumibile nel concetto che "anche uno è sufficiente affinché vi sia concorrenza". In altri termini le posizioni monopolistiche – o la propensione a conseguirle - non sono da sanzionare od ostacolare, a meno che vi siano palesi abusi o innaturali barriere all'entrata. Il monopolio, se non c'è di mezzo lo Stato, è quasi sempre l'esito di un processo concorrenziale e quindi soddisfa il benessere del consumatore, che è il fine ultimo dell'economia di mercato. Il timore dei potenziali concorrenti spingerà il monopolista a innovare e a non fissare prezzi monopolistici.

Il radicamento del neo-liberismo (1979-89)

Nel primo decennio neo-liberista USA e Regno Unito seguono politiche macroeconomiche tra loro differenti, ma per lo più non coerenti con il dettame neo-liberista.

Se il sostegno all'occupazione non è più una priorità e le politiche fiscali keynesiane vengono accantonate, questo non significa che il bilancio pubblico in pareggio diventi una priorità. Negli Stati Uniti il rapporto D/Y raddoppia: dal 35% nel 1980 diviene il 70% nel 1990. Se è vero che il PIL (denominatore del rapporto) cresce più lentamente e anche vero che D (numeratore del rapporto) cresce costantemente. Il nuovo presidente R.Reagan rispetta l'impegno elettorale preso di aumentare la spesa militare (tra cui quella per la creazione dello Scudo missilistico) e di ridurre le tasse alle persone a più alto reddito la cui aliquota massima passa infatti dal 70% al 31%. Il rapporto cresce ulteriormente con G.Bush a causa delle spese per la Prima guerra in Irak. Chi più beneficia della nuova politica fiscale è comunque la popolazione più ricca, per la quale diminuisce la pressione fiscale.

Diversa e più coerente è la politica fiscale seguita nel Regno Unito dove il governo Thatcher attua severi tagli nella spesa pubblica: il rapporto D/Y, già sceso al 50% a fine anni Settanta, si porta intorno al 40% negli anni Ottanta, grazie anche alle entrate determinate dalle privatizzazioni, a cui la Thatcher dà grande impulso. L'effetto più evidente di queste politiche è il fortissimo aumento della disoccupazione che nei primi anni

Ottanta raggiunge il 12%, per poi diminuire progressivamente. Anche in questo caso i principali beneficiari sono i più ricchi e il mondo della finanza.

Sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito la politica monetaria non segue l'ortodossia friedmaniana, che prevederebbe un aumento dell'offerta di M stabile e prevedibile. Negli Stati Uniti P.Volker, nominato Presidente della FED nel 1979, pone in atto una politica monetaria restrittiva* per combattere l'inflazione, che correva mediamente a più del 10%. E' una politica monetaria che potremmo chiamare "tradizionale", analoga ad esempio a quella attuata ad esempio in Italia nel 1947 e poi ancora nel 1964 per abbattere le aspettative inflazionistiche e quindi l'inflazione. La stretta creditizia porta il tasso d'interesse base dal 7% nel 1978 al 19% nel 1981. Tornerà al 7.5% nel 1987, quando P.Volker lascerà il posto di governatore ad A.Greenspan, nominato dal presidente R.Reagan. L'effetto della stretta è sì la sconfitta dell'inflazione, ma anche la peggior depressione dopo gli anni Trenta, con una disoccupazione superiore al 10%.

Pure nel Regno Unito l'offerta di moneta è stringente, seppure non come negli Stati Uniti, pur oscillando nel corso degli anni. Anche nel Regno Unito l'inflazione è fermata, ma la disoccupazione supera l'11% a metà anni Ottanta. Il governo Thatcher governa per undici anni, esito a cui contribuisce molto la sua politica estera: guerra delle Falkland e ostilità con l'UE, di cui il Regno Unito era parte.

A questi risultati contribuiscono non solo la politica economica, ma anche altri fattori di mercato. Se negli anni Settanta la crescita dei costi – petrolio e lavoro – aveva alimentato la stagflazione, in questo decennio i costi muovono in senso contrario e contribuiscono alla diminuzione dei costi e quindi a frenare l'inflazione. Il prezzo del petrolio scende in seguito alla perdita di potere di mercato dei paesi produttori di petrolio. La crescita dei salari si ferma a seguito dell'indebolimento del sindacato indotto dall'elevata disoccupazione, oltre che dalle politiche antisindacali messe in opera dei governi. Negli Stati Uniti la quota dei salari delle imprese sul PIL scende dal 52% (1975) al 47% (1990). Infine sulla scena internazionale entrano con successo i nuovi concorrenti asiatici – in particolare Giappone e Corea – i cui prodotti sono concorrenziali e pongono un freno all'aumento dei prezzi interni.

La nuova politica economica, oltre a rovesciare la priorità degli obiettivi - meno inflazione

e più disoccupazione – porta all’aumento tendenziale del rapporto D/Y. Proprio a partire dagli anni Ottanta per l’insieme dei paesi economicamente avanzati, e quindi non solo per Stati Uniti e Regno Unito, inizia a crescere il debito pubblico, ma anche e soprattutto quello privato delle imprese e delle famiglie. Inizia inoltre un significativo mutamento nella distribuzione del reddito personale. Dopo tre decenni in cui era diminuita, torna ad aumentare la concentrazione del reddito nelle mani di una stretta minoranza della popolazione più ricca - l’1% che guadagna di più. Dipende dall’aumento della disoccupazione e del raffreddamento dei salari, ma forse ancor più dalla riduzione della pressione fiscale sui redditi più alti e dalle politiche di liberalizzazione e di privatizzazioni che danno l’avvio al boom dei mercati finanziari. Torna l’epoca dei “paperoni”, come già lo erano stati gli anni che avevano preceduto la crisi di Wall Street del 1929.

Nei principali paesi della CEE, se si esclude il Regno Unito, il neo-liberismo è più lento a radicarsi. In Germania la politica verso le imprese pubbliche non muta e il presidente H.Kohl potenzia le politiche di welfare, in Italia poco cambia rispetto ai decenni precedenti e il debito pubblico cresce rapidamente. Tuttavia proprio in Francia a metà anni Ottanta il presidente F.Mitterand abbandona il programma di nazionalizzazione di alcune grandi imprese. Anche la politica monetaria segue linee tradizionali, con l’eccezione della Germania la cui banca centrale (BuBa) attua una politica di stampo friedmaniano. Solo alla fine del decennio la politica per la concorrenza prenderà vigore e inizieranno le politiche per la liberalizzazione dei mercati dei servizi di pubblica utilità e per le privatizzazioni.

Il Washington consensus (1989): i mercati si adattano alla teoria

Il neo-liberismo si consolida nell’accademia, come confermano anche i numerosi Premi Nobel attribuiti ad alcuni dei suoi maggiori esponenti. L’accademia mette Keynes in un cassetto chiuso a chiave. Come afferma un illustre esponente della scuola di Chicago con non celata soddisfazione, nell’accademia non c’è più traccia di keynesiani (R.Lucas, 1980). Il neolibberismo radica anche nelle grandi istituzioni internazionali, e in particolare nell’IMF, nella World bank e nel Department of the Treasury negli Stati Uniti, tutte istituzioni che fanno scuola, oltre che influire direttamente sull’economia mondiale. Avviene pertanto che a fine anni Ottanta si afferma quello che nel 1989 viene chiamato

Washington consensus, ossia un pacchetto di prescrizioni di politica economica per tutti i paesi membri dell'IMF. Esso prevede l'implementazione di riforme ritenute necessarie per dare più forza ai mercati e vitalizzare la crescita: maggior "flessibilità" del mercato del lavoro, privatizzazioni, liberalizzazioni, politiche attive per la formazione e la ricerca, etc.. Nel 2000 il Millenium Summit di New York estende l'ambito del consenso alle politiche per la crescita endogena in un contesto globale, enfatizzandone la natura endogena: si enfatizza la priorità delle riforme rispetto agli aiuti esterni che erano stati lo strumento principale della politica dello sviluppo seguita dalla World Bank dagli anni Cinquanta.

Il *Washington consensus* è forse il capolavoro del neo-liberismo. E' la "dottrina" che dovrebbe guidare tutti i paesi nel rimodellare le loro politiche e istituzioni, premessa per la stabilità e il benessere diffuso. E' una "dottrina" con una forte impronta anglosassone, elaborata nel "centro" dell'economia mondiale. Non mancano tuttavia i paesi eterodossi tra i quali il più importante, certamente per l'Europa, è la Germania. Il modello economico/politico tedesco è il così detto ordo-liberismo, o economia sociale di mercato, elaborato già negli anni Trenta. L'ordo-liberismo ha molte assonanze con il neo-liberismo, condividendone molti precetti di politica economica, ma non ne condivide le basi etiche. Con il neo-liberismo sostiene la centralità del mercato concorrenziale, ma non della sua assoluta supremazia. Coniugando il pensiero liberal-democratico, cristiano-democratico, e socialdemocratico il modello tedesco cerca la sinergia tra le politiche economiche pro-concorrenziali e quelle sociali di origine bismarckiana, di cui il mercato ha bisogno per sopravvivere. Per l'ordo-liberismo il mercato concorrenziale non è una costruzione "naturale", come previsto da Hayek, ma richiede un "ordine costituzionale", o "costituzione economica", coerente con i principi fondanti dell'economia di mercato ma attenta al buon funzionamento della società. L'ordo-liberismo afferma il principio - anti-keynesiano - del bilancio in pareggio, sollecita il dialogo costruttivo tra imprese, Stato e sindacati, e l'introduzione di istituzioni di controllo del buon funzionamento del mercato come l'antitrust e le agenzie di regolazione. Sostiene anche l'indipendenza della Banca centrale (BuBa), il cui obiettivo è esclusivamente la difesa del valore del marco: l'obiettivo della crescita e dell'occupazione sono di competenza del governo. Questo è un punto molto importante che differenzia il ruolo della Banca centrale in Germania rispetto agli Stati Uniti

e al Regno Unito. La politica fiscale tedesca è doppiamente vincolata dalla sua Costituzione economica e dall'impossibilità di essere sostenuta dalla Banca centrale, se necessario.

Le riforme economiche che si avvieranno a partire dagli anni Novanta nell'Europa continentale sono molto ispirate da questi concetti: l'Unione Europea segue la stella tedesca, ma anche l'influenza del Regno Unito. Le privatizzazioni e le liberalizzazioni non sono state concepite sul Continente, e infatti saranno meno radicali che nei paesi anglosassoni. La politica fiscale sarà diversa da paese a paese, non essendo l'UE uno stato federato.

A partire dal 1992 la politica macroeconomica dell'UE sarà guidata dal rispetto di regole vincolanti più che dal pragmatismo britannico. L'atto costitutivo dell'U.E. (Trattato di Maastricht) impone alla politica fiscale dei singoli paesi il vincolo del 3% come valore massimo del rapporto deficit/PIL e del 60% per il rapporto D/Y. E' una regola di controllo del debito pubblico la cui rigidità richiama l'ordo-liberismo. Questa influenza è presente anche nel Trattato di Lisbona (2007), che (art.3) parla di «un'economia sociale di mercato altamente competitiva». Anche la Banca Centrale Europea si ispirerà al modello tedesco per quanto riguarda l'individuazione del controllo dell'inflazione come suo unico obiettivo.

Il mondo sta cambiando (1989-2007)

Il *Washington consensus* si consolida in un mondo il cui cambiamento accelera negli anni Novanta.

Muta la geografia economica. La crescita della Cina, dopo le riforme di Deng Xiaoping (1978), prende velocità. Il paese attira sempre maggiori investimenti diretti esteri, soprattutto manifatturieri, che sommati a quelli nazionali (25.6% del PIL nel 1989 diventati il 37.9% nel 2007) lo trasformeranno nel secondo polo industriale mondiale. L'industrializzazione è trainata dalle esportazioni (11.8% del PIL nel 1989 diventate il 35.4% nel 2007) e sostenuta da un tasso di risparmio (lordo) eccezionale (35.7% del PIL nel 1989 diventato il 49% nel 2007). Tra i paesi industrializzati solo la Germania ha un risultato analogo, sebbene su scala minore. Questo doppio surplus è sostenibile in quanto altri paesi hanno una situazione esattamente rovesciata, importando più di quanto esportano e

investendo più di quanto risparmiano. E' il caso del Regno Unito, ma soprattutto degli Stati Uniti, in cui crescono vistosamente il divario tra gli investimenti - mediamente stabili in rapporto al PIL - e i risparmi calanti da un lato, e quello tra l'import e l'export dall'altro. La Cina quindi accumula una posizione creditizia rispetto agli Stati Uniti, assorbendo dollari utilizzati nell'acquisto di titoli di stato USA (*Treasury bond*). A fronte dell'industrializzazione cinese sta la lenta deindustrializzazione degli Stati Uniti le cui imprese decentrano parti della loro manifattura nei paesi asiatici e in particolare in Cina. La globalizzazione regge dunque su un incastro complementare di flussi commerciali e finanziari che coinvolgono i paesi più di più antica industrializzazione, da un lato, e quelli dell'Asia emergente, dall'altro, e in particolare Stati Uniti e Cina.

Questo sistema è reso possibile dalla capacità delle banche di finanziare crescenti posizioni debitorie e delle banche centrali (in particolare la FED) di creare base monetaria. A partire dalla metà degli anni Ottanta aumenta l'indebitamento privato – il rapporto debito privato/PIL nel periodo 1990-2007 passa dal 124% al 168% (USA), dal 115% al 175% (UK), dal 58% al 112% (I), dal 113% al 119% (G) e decresce dal 211% al 160% (J). Dopo di allora decresce. Cresce pure il rapporto D/Y, con una velocità che accelera dopo il 2008.

Il secondo grande cambiamento riguarda i comportamenti economici individuali e collettivi. Si consolida la cultura economica nata nel decennio precedente consistente nella propensione a perseguire individualmente l'interesse personale, subordinando ad esso quello di gruppo, o collettivo. Un aspetto importante di questa cultura è la caduta della sindacalizzazione dei lavoratori. Nei decenni della *golden age* i percettori di salari e di profitti erano consapevoli dei reciproci vantaggi che si possono trarre da una ripartizione ritenuta "equa" dei frutti della crescita, ottenuta attraverso qualche forma di contrattazione. Questa consapevolezza lascia ora il posto alla ricerca individuale del massimo risultato personale, senza sindacato che perde forza contrattuale. E' la preconditione culturale a una distribuzione dei frutti della crescita meno "equa", di cui si dirà più in un paragrafo successivo.

Il terzo grande cambiamento riguarda la tecnologia. Negli anni Ottanta la produttività del lavoro negli Stati Uniti era cresciuta lentamente, anche per effetto della depressione. Già in quegli anni cominciano a farsi sentire i primi effetti della nuova e pervasiva tecnologia

trasversale, l'informatica, effetti che diventano dirompenti a partire dagli anni Novanta. Si avvia una grande rivoluzione tecnologica che avrà effetti sistemici analoghi a quelli dell'introduzione dell'energia elettrica a fine Ottocento. L'informatica agisce sia sui modi di produrre in tutti i settori produttivi tra cui i servizi, sia sul contenuto di moltissimi prodotti – basta pensare a quelli della comunicazione e dell'informazione –, e alimenta un'infinità di nuovi servizi soprattutto nel settore dell'informazione. E' il necessario supporto tecnologico della globalizzazione produttiva e finanziaria, del processo di liberalizzazione dei mercati – basti pensare al settore elettrico e delle telecomunicazioni –, della radicale trasformazione dei servizi -si pensi alla distribuzione commerciale, alla logistica, alla pubblica amministrazione –, è una tecnologia che rivoluziona i rapporti sociali e politici. L'effetto combinato della rivoluzione geografica e tecnologica fa sì che molti lavoratori dipendenti nella manifattura e nei servizi, risultino spiazzati ossia siano disoccupati o trovino occupazione in attività non qualificate e quindi mal pagate.

La nuova tecnologia trasforma anche la configurazione dei mercati. Quello del lavoro assume una natura duale: da un lato vi è una minoranza di lavoratori dotati di un livello di formazione compatibile con le nuove tecnologie e dall'altro la maggioranza numerica dei lavoratori meno qualificati, che percepisce salari molto bassi o è disoccupata. Anche i mercati dei beni e servizi assumono una simile configurazione. Da un lato vi sono i settori in cui vi è una concentrazione monopolistica fortissima - quelli che traggono massimo beneficio dall'uso delle reti telematiche come il settore finanziario, dell'informazione, della distribuzione –, ma anche altri in cui la dimensione conta moltissimo, come quello farmaceutico, automobilistico, aeronautico, etc.. In tutte queste attività anche il mercato interno del lavoro produce differenze retributive, con una minoranza che beneficia di redditi molto alti. In molte attività la concorrenza porta alla compressione dei costi e quindi dei salari o dei lavoratori occupati.

Il trionfo della finanza (1989-2007)

Superata la stagflazione e consolidatosi il *Washington consensus*, dovremmo attenderci l'avvio di una fase in cui la politica macro si allinea alle prescrizioni neo-liberiste, ma così non avviene. L'impatto maggiore del neo-liberismo sulla società e l'economia riguarda le

liberalizzazioni dei mercati, e in particolare di quelli finanziari e dei servizi di pubblica utilità, e le privatizzazioni, e la diffusione della cultura dell'*homo oeconomicus*.

Negli USA il presidente la cui politica è più affina al *Washington consensus* è B.Clinton (1993-2001) che riduce il debito pubblico, il cui rapporto con il PIL nel 2000 è sceso al 55%. Sotto la presidenza di J.W.Bush (2001-2009) questo orientamento si inverte, anche per l'aumento delle spese militari (Afganistan e poi Irak). Nel 2007 il rapporto D/Y ha già raggiunto al 65%. Una tendenza analoga si ritrova nel Regno Unito: dopo essere sceso quasi al 30% a fine anni Ottanta il rapporto torna a salire, per assestarsi intorno al 40%. Nell'insieme di tutti i paesi economicamente avanzati aumenta il rapporto D/PIL.

Se l'aumento del debito non è un tabù per lo Stato, ma non lo è neppure per le famiglie. La disoccupazione è aumentata e i salari non sono cresciuti, ma si è mantenuto, o è aumentato, il livello desiderato di consumo. In particolare è forte la domanda abitativa, oltre che quella di istruzione universitaria per la quale si pagano rette sempre più alte. Sono investimenti familiari a cui il più delle volte non corrisponde un risparmio sufficiente e quindi cresce l'indebitamento. Questa propensione al debito s'incontra quella delle banche e della finanza interessate a favorire il credito, sottovalutandone spesso i rischi. Le politiche pubbliche muovono nella stessa direzione. Sotto la presidenza Clinton viene attivata una politica di sostegno della proprietà abitativa: tra il 1997 e il 2006 la quota delle abitazioni in proprietà sale dal 66% al 69%.

La corsa all'indebitamento personale è alimentata dall'implicito convincimento che il credito sia quasi liberamente disponibile, e che non esista un effettivo problema di rimborso. Le norme di diritto che tutelavano il creditore ora sono meno rigide, perché in vari modi è possibile eludere il rimborso di un debito contratto, ad esempio dichiarando bancarotta oppure ritardandone il rimborso con vari strattagemmi, fino ad affossarlo. Si è smarrita in qualche misura la percezione che l'indebitamento è sicuro solo finché conservano valore i beni posti a garanzia del creditore, ossia le proprietà immobiliari e la formazione ricevuta. Se questa condizione cade, per le posizioni debitorie "spericolate" si concretizzerebbero gli inadempimenti contrattuali.

La nuova attitudine all'indebitamento negli Stati Uniti si rispecchia nel crollo della propensione al risparmio: il rapporto tra risparmio privato e reddito disponibile crolla dal

10% a metà degli anni Ottanta a un valore negativo nel 2007. Gli Stati Uniti possono però permetterselo essendo il dollaro è la valuta base (signoraggio) degli scambi internazionali, e si trovano quindi nella condizione di potere stampare moneta che i mercati valutari assorbono. Nuovamente si evidenzia il doppio deficit, dei conti pubblici e con l'estero.

Gli istituti finanziati nel fare prestiti a medio e lungo termine, che nel loro bilancio sono scritti come attività, si accollano i rischi di insolvenza dei debitori ad essi connessi. Per ridurli le vendono ad altri istituti finanziari la cui attività consiste nell'assemblare nuovi prodotti finanziari (attività) che contengono quelle originarie appropriatamente miscelate. E' l'operazione chiamata cartolarizzazione*, consistente nella redistribuzione dei rischi tra un numero crescente di soggetti. Se i mercati fossero competitivi, informati e trasparenti, ossia fossero *efficient capital market*, sarebbero in grado di valutare i rischi delle singole attività e di dare ad esse un prezzo che ne segnali il grado di rischiosità. Così operando le renderebbero oggetto di possibile compra/vendita. Sarebbe una sorta di annacquamento del veleno potenzialmente contenuto nella dose originaria, ma di cui è valutabile l'effettivo contenuto di veleno. Il problema è che il mercato non è *efficient*, che è difficilissimo valutare l'effettivo contenuto di rischio e che il diffuso comportamento opportunistico di molti operatori finanziari induce a vendere per buoni prodotti che non lo sono: limoni marci venduti per buoni.

Esistano soggetti istituzionali (privati), le società di *rating* (Standard&Poor, Moody's, Fitch), la cui specifica funzione è proprio la valutazione dell'affidabilità dei debitori, private o pubblici che siano. e quindi della rischiosità dei singoli titoli di debiti. Poiché la fiducia riposta nei debitori è il fondamento dell'affidabilità degli stessi mercati finanziari – senza la quale essi non esisterebbero -, si comprende come queste agenzie private abbiano un'importante responsabilità collettiva. Questa sarebbe ben riposta se le società di *rating* avessero la doppia caratteristica della competenza e della trasparenza. La prima è fuori discussione, ma lo è meno la seconda. Oltre ad essere partecipate da alcuni grandi istituti finanziari molto presenti sui mercati, queste società sanno che loro eventuali valutazioni sfavorevoli su singoli debitori privati o Stati potrebbero avere conseguenze negative per tutti, comprese le società che le controllano, conseguenze che saranno tanto più gravi quanto più grande fosse il debitore. Un dubbio sulla loro affidabilità nasce dalla

constatazione che esse hanno garantito la qualità di debiti che in realtà erano limoni marci, come mostrerà il crack del 2008.

A facilitare la corsa all'indebitamento contribuisce il basso tasso d'interesse. La politica monetaria seguita dalla FED, così come dalla Bank of England e dalla BCE da quando esiste, non segue la politica dell'offerta stabile e prevedibile di M. Anziché controllarne la quantità offerta ne controlla il prezzo, ossia il tasso d'interesse base* che rappresenta per così dire il "pavimento" della struttura complessiva dei tassi d'interesse*. L'offerta di M (ossia base monetaria) alimenta il sistema economico attraverso due canali di trasmissione, quello bancario/creditizio con prestiti a brevissimo periodo garantiti da attività finanziarie, e quello dello Stato con operazioni di mercato aperto acquistando Titoli di Stato. Il meccanismo di trasmissione che porta dalla creazione di base monetaria per il sistema bancario e da questo al credito per gli operatori che lo richiedono è complesso e non dà esiti sempre prevedibili. D'altra parte bisogna considerare che ad acquistare Titoli di Stato non è solo la Banca centrale, ma anche le banche e i singoli operatori (Fondi, Assicurazioni, etc.), nazionali e internazionali. Aumentando l'offerta di M attraverso i due canali il tasso d'interesse di base scende, soprattutto se la domanda di credito è debole ed è la stessa Banca centrale ad acquistare i titoli del debito pubblico. A livello mondiale il loro valore medio dei tassi d'interesse pagati dal sistema bancario per l'acquisto di base monetaria scende progressivamente dal 5% (1992) all'1.5% (2004). A questa tendenza si allinea naturalmente anche quella dei tassi d'interesse sui Titoli di Stato.

Questa espansione dell'offerta di M la colloca nella "trappola della liquidità" keynesiana, zona del mercato monetario in cui prevale stabilmente un tasso d'interesse bassissimo. E' una sorta di bonaccia equatoriale in cui si entra ma da cui è poi difficile uscire, specialmente se si è entrati finanziando l'aumento del deficit pubblico, come vedremo meglio nei prossimi paragrafi. Se ne uscirebbe se ci fosse un aumento della domanda di credito da parte di privati per fare investimenti. Avviene però che in questa fase gli impieghi in attività finanziarie sono più convenienti degli investimenti in attività reali, che non risultano stimolati dal basso costo del credito, come già previsto da Keynes. Non sorprende quindi che questa politica alimenti il mercato delle attività finanziarie, che prosperano in regime di bassi tassi d'interesse. Non sorprende neppure che la politica di

contrazione dell'offerta di M avviata dalla FED nel 2004 per frenare la crescita dell'indebitamento e il conseguente aumento dei tassi d'interesse abbiano conseguenze negative sui mercati azionari e del credito.

Avviene pertanto che in questi anni i prezzi della moneta e del lavoro, che insieme a quello della valuta nazionale sono i più importanti prezzi in ogni economia, si stabilizzano su livelli molto bassi: il tasso d'interesse lo è per effetto della politica monetaria e i salari per effetto dell'indebolimento dei sindacati, dell'evoluzione tecnologica e della concorrenza del basso salario nei paesi in cui la produzione è stata decentrata.

Crescita senza inflazione

Negli Stati Uniti il PIL cresce in modo robusto, se si esclude il 2001/2 a seguito dell'11/9/2001; il tasso di disoccupazione oscilla intorno al 5%, un livello ritenuto "naturale", mediamente superiore a quello dei decenni keynesiani; i salari monetari sono stabilmente bassi e, dati gli incrementi della produttività, aumentano i profitti, con grande soddisfazione del mercato azionario. Anche nel Regno Unito la crescita è robusta e il tasso di disoccupazione mediamente superiore al 5%. Sono assenti pressioni inflazionistiche: negli Stati Uniti i prezzi al consumo crescono mediamente del 3% in base annua e nel Regno Unito il 2%.

Questo esito ha spiegazioni monetarie e reali. La TQM nella versione Fisher/Marshall ($M=kYP$) prevederebbe che, dato k e Y , ogni aumento di M causi un proporzionale aumento di P . Poiché in realtà abbiamo un aumento di M maggiore di PY , se ne deduce che k non è costante, ma cresce. Questo vuol dire che, essendo $k=1/V$, vi è una diminuzione della velocità di circolazione della moneta. E' entrata in azione la "preferenza per la liquidità" di cui parla Keynes. Famiglie e imprese utilizzano parte almeno della quantità crescente di moneta di cui dispongono non per transazioni nel circuito del reddito, come previsto dalla TQM, ma per trattenerla nei depositi bancari o per l'acquisto di attività finanziarie (mutui, fondi d'investimento, acquisto di immobili a fine speculativo, azioni, derivati, fondi *hedge*, etc.) che non entrano nell'equazione della TQM. Un buon indicatore della crescita dei prezzi sul mercato finanziario è l'indice Down Jones, che è la media di tutti i titoli industriali quotati a Wall Street: tra il 1998 e il 2007/8 cresce a una media annua

del 17%. Avviene dunque che le politiche espansive della moneta e del credito – da parte del sistema bancario – non portano all’inflazione, ma al boom dei valori delle attività finanziarie, e in particolare azioni e mutui immobiliari.

Al buon risultato della crescita economica contribuisce la politica fiscale espansiva, ma soprattutto la rivoluzione tecnologica e geografica. Vi è il boom dei nuovi settori tecnologici (informatica, comunicazione, biotecnologie, etc.); aumenta molto la produttività del lavoro anche in vecchi settori come la grande distribuzione, i trasporti , i servizi finanziari, l’edilizia, l’industria dell’informazione, etc.; migliora la qualità del “capitale umano”; la nuova geografia economica fa produrre i beni di consumo in aree a basso costo del lavoro. Parte di questo scenario, che potremmo definire *low cost*, sono anche i salari monetari dei lavoratori, soprattutto di quelli non qualificati, che non crescono. Ci si potrebbe attendere che queste condizioni non favoriscano complessivamente la crescita dei consumi, ma così non è. Questo si spiega sia con l’alto livello di consumo dei percettori di redditi alti, sia con la grande facilità con cui le famiglie anche a basso reddito possono indebitarsi. I tassi d’interesse sono bassi e le banche ben disposte a concedere crediti: si assiste a una sorta di contropartita finanziaria ai bassi redditi dei lavoratori non qualificati (R. Skidelsky, 2019, pp.298-306).

Le diseguaglianze distributive e il deficit commerciale

Due altre caratteristiche accompagnano le economie più avanzate, l’aumento delle diseguaglianze e il grande debito commerciali degli Stati Uniti.

La diseguaglianza distributiva del reddito e della ricchezza ha diverse facce. La quota del PIL di cui può disporre l’1% della popolazione più ricca è eguale al 24% negli anni Venti del secolo passato, scende al 9% alla fine degli anni Settanta, ma nel 2006/7 è il 23% (T.Piketty,2014, p.292). Meno ripida, per quanto crescente dagli anni Ottanta, è la curva relativa alla crescita di PIL disponibile da parte del 10% della popolazione più ricca. Aumenta anche la quota della ricchezza totale detenuta dal 10% più ricco: tra la metà degli anni Settanta e i primi anni di questo secolo passa dal 65% al 70% (T.Piketty,2014, p.24 e 344). Un discorso analogo vale per i paesi europei, pur differenziati tra di loro e mediamente meno diseguali rispetto agli Stati Uniti. Il paese più simile agli Stati Uniti è il

Regno Unito. Negli Stati Uniti tra il 1980 e il 2007 i profitti delle imprese triplicano, ma la retribuzione mediana del lavoro rimane sostanzialmente costante. All'interno dei redditi da lavoro vi sono inoltre fortissime diseguaglianze: i lavoratori a livello di formazione medio-basso e/o non specializzati guadagnano un salario spesso prossimo al reddito di sussistenza, mentre una minoranza di lavoratori - le *star* - dotate di formazione, competenze o capacità speciali (manager delle imprese e della finanza, personaggi dello spettacolo, della comunicazione e dello sport, etc.) guadagna redditi molto alti- nelle attività finanziarie non sono rarissimi i casi di chi supera i 350 milioni di dollari annuali. Diffusa è l'elusione fiscale*. Nelle imprese vi sono enormi divari retributivi: se un manager apicale nei primi anni Ottanta guadagnava quaranta volte più di un dipendente non qualificato, all'inizio di questo secolo lo supera di 120 volte. Questi divari sono abbinati alle differenze di competenza e di responsabilità, i cui maggiori livelli non sono contendibili da tutti per la presenza di barriere all'entrata (livello di formazione conseguibile e appartenenza sociale) e di regole che proteggono le posizioni raggiunte (ad esempio normative varie a favore del top management). I redditi delle *star* sono pertanto "rendite differenziali"* proprio perché compensano competenze o capacità accessibili solo a pochi, e sono molto superiori a quelli dei lavoratori "standard" non qualificati. Le *star* contribuiscono alla generazione degli extra-profitti monopolistici (o rendite monopolistiche) delle imprese in cui lavorano, e il loro reddito ne è una quota.

Un secondo aspetto caratterizzante, legato alla globalizzazione della produzione, è il crescente saldo commerciale estero negativo degli Stati Uniti, a cui corrisponde il sistematico surplus di paesi come Cina, Giappone e Germania. Questo saldo negativo, parzialmente compensato da movimenti di capitali in entrata negli Stati Uniti, non è sostenibile nel medio/lungo periodo. Tra il 2000 e il 2008 il cambio Euro/Dollaro passa da 0,87 e 1,57. La svalutazione di fatto è frenata sia dal consistente flusso di investimenti diretti esteri negli Stati Uniti, sia dall'acquisto *Treasury bonds* da parte specialmente dei paesi in surplus, in particolare Giappone e Cina. Come è stato osservato "...questa tendenza costituisce un permanente dono all'economia statunitense. Il processo che porta alla riduzione di questo regalo (*il costante deficit con l'estero* n.d.a.) e che alla fine ne rovescerà la direzione è la caduta del dollaro" (M.Feldstein, 2008, p.118). E' un regalo

possibile per a simbiosi economica creatasi tra paese debitore (gli Stati Uniti) e paese creditore (la Cina) e perché le importazioni cinesi creano disoccupazione negli Stati Uniti.

La diversità dell'UE

Dal punto di vista dell'architettura della politica monetaria e fiscale il progetto più nuovo e ambizioso, ma anche più problematico, è la nascita di Eurolandia, ossia dell'Euro e della BCE (1999), frutto di una mediazione politica tra Francia e Germania volta a bilanciare la riunificazione tedesca. L'unità di Eurolandia è data dalla condivisione di una moneta, l'Euro. Eurolandia non è uno Stato e quindi non dispone di un bilancio comune né di politica fiscale. L'unico strumento comune di politica macro-economica è quello monetario, che fa capo alla BCE. Questa dispone di responsabilità autonoma di governo (monetario), non essendo le sue decisioni soggette al complicato e molto poco efficace sistema dell'UE, che prevede in molti altri importanti ambiti – politiche del welfare, del lavoro, etc. - il potere di veto da parte dei singoli paesi. Gli spazi entro cui questa libertà della BCE può essere esercitata sono comunque ristretti, proprio perché Eurolandia è un'istituzione monetaria, non un paese sovrano né una federazione. Inoltre alla BCE, diversamente dalla FED e dalla Bank of England, è attribuito istituzionalmente l'obiettivo di difendere la stabilità dei prezzi. Essendo la BCE banca centrale di un insieme di Stati tra loro indipendenti - Eurolandia appunto -, non sono configurabili interventi diretti o indiretti verso singoli stati. La BCE non può sottoscrivere direttamente (sul così detto mercato primario) emissioni di titoli di singoli Stati. Può invece acquistarli sul mercato secondario, dove si scambiano i titoli già emessi, ma solo entro i limiti legati alla partecipazione di quello Stato al capitale della BCE stessa. Non può far credito a singole banche in crisi: la soluzione delle crisi bancarie deve passare per il mercato o per qualche intervento dello Stato nazionale, purché permesso dall'UE.

La politica fiscale è competenza dei singoli paesi. Diversamente da un paese federale, come gli Stati Uniti, mancano quindi a Eurolandia gli strumenti fiscali di tipo redistributivo che potrebbero contribuire riallineamento economico tra i vari paesi quando necessario. Fanno eccezione i fondi strutturali europei. E' sottesa l'ipotesi che i paesi più deboli abbiano, o comunque debbano trovare in sé stessi la forza di adeguarsi agli standard di quelli

economicamente più robusti, con l'eventuale aiuto di finanziamenti agevolati, il cui uso è comunque soggetto a modalità di controllo europeo. La politica fiscale unitaria mancante è sostituita dai rigidi vincoli contabili per i singoli paesi riguardanti i deficit e i debiti sovrani. Infine non sono previsti limiti all'accumularsi di surplus della bilancia commerciale dei singoli paesi di Eurolandia – come forse avrebbe suggerito Keynes. Avviene quindi che per il paese più forte che li accumula, la Germania, l'Euro risulta una valuta sottovalutata, a scapito degli altri più deboli per i quali è sopravvalutata.

Il governo economico di Eurolandia è dunque zoppo e intrinsecamente deflazionistico: solo un'interpretazione estensiva del ruolo della BCE potrebbe in parte compensare questa debolezza, come infatti avverrà a partire dal 2012.

Il crack finanziario e la Grande recessione (2007-08)

L'evidenza storica avrebbe dovuto insegnare che i mercati finanziari sono volatili e instabili. Lo aveva segnalato non solo la Grande crisi del 1929, di cui si era perso il ricordo, ma anche le più recenti bolle finanziarie scoppiate nei mercati asiatici (1997/98) e negli Stati Uniti (bolla dot-com 2001). Queste crisi non sollevano dubbi sulla solidità della teoria degli *efficient capital market* né sulla politica monetaria in azione: la fiducia tolemaica nella stabilità "intrinseca" ha indebolito ogni senso critico, anche perché sintonica con l'euforia dei mercati. In realtà H. Minsky (H.Minsky, 1982) già negli anni Ottanta aveva manifestato timori sulla stabilità dei mercati finanziari (H.Minsky, *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, 1982, Einaudi) ma il suo richiamo era stato considerato politicamente scorretto. La deregolamentazione del settore bancario e finanziario, implementata soprattutto negli anni della presidenza Clinton, aveva aperto le porte della finanza a comportamenti permissivi, spesso opportunistici e disinvolti (R.Skildesky, 2019, pp.321-22). Nel 2011 P.Volker, già Presidente della FED, così scriverà "Deve essere chiaro che tra le cause della recente crisi finanziaria vi era un'ingiustificata fede nelle aspettative razionali, nelle efficienze del mercato, e nelle tecniche della moderna finanza" (P.Volker, 2011). Si erano molto indebolite alcune condizioni base per un sistema bancario sicuro: la separazione tra banca – attività a rischio medio - e finanza -attività a rischio ben maggiore -, un adeguato livello di liquidità*, e un

valore di *leverage* non troppo elevato, e la bassa frequenza di comportamenti opportunistici. Il settore bancario e finanziario è una costruzione a rete che vive dell'interconnessione tra tutti i soggetti che vi operano, così che la crisi di un istituto, soprattutto se è di grandi dimensioni, coinvolge l'intero mercato del credito e di conseguenza tutta l'economia statunitense e infine mondiale, dato il livello di globalizzazione raggiunto dalla finanza.

Come già nel 1929 la crisi coincide con la fine di un boom edilizio. La crescita del mercato immobiliare, iniziato già negli anni Novanta, aveva coinvolto anche moltissime famiglie a basso reddito e modesto patrimonio, condizione che avrebbe dovuto indurre a prudenza le banche nel concedere credito. I mutui concessi a queste categorie di clienti, così detti *subprime*, sono infatti a maggior rischio perché per essi è più probabile l'evento del non rimborso. Poiché il loro patrimonio coincide con l'abitazione che acquistano col mutuo, questo è garantito solo finché il valore abitativo quanto meno non diminuisce. Il grado di rischio dei loro mutui è quindi maggiore rispetto a quello dei clienti più ricchi che dispongono di un maggior patrimonio. Questi mutui *subprime* alimentano un mercato specifico di attività rischiose che in quanto tali garantiscono a chi le acquista un alto tasso d'interesse e sono quindi molto appetibili dagli investitori amanti del rischio, che in anni di euforia crescono, a ben vedere perché lo sottovalutano. Infatti questi stessi investitori sono inconsapevoli dell'effettiva rischiosità non rilevata dai mercati efficienti né dalle società di *rating*. Gli intermediari finanziari più esposti al rischio dei *subprime*, per assorbirlo e scaricarlo sul mercato li nascondono confezionando nuove attività che contengono anche attività più sicure: nascondono il veleno, come si detto più sopra. La quota dei *subprime* sul totale dei mutui passa dall'8% nel 1997 al 20% nel 2006. Nel 2007 il 40% dei possessori di abitazione più poveri ha debiti per un valore superiore a quello delle loro attività, consistenti essenzialmente nella loro stessa abitazione.

Nel 2005/6 la FED provoca un aumento, transitorio, dei tassi d'interesse che il cui effetto è un rallentamento transitorio del boom borsistico, ma soprattutto un raffreddamento delle aspettative relative al boom edilizio in atto. Già nel 2006 si inverte la tendenza alla crescita dei prezzi degli immobili. Un numero sempre maggiore di sottoscrittori di mutui *subprime* entra in condizioni di insolvenza. Il diffondersi delle insolvenze genera un'ulteriore caduta del valore delle abitazioni, così che il mercato immobiliare e quello dei mutui entrano in

caduta libera (A.Mian, A.Sufi, 2014, pp.17-45).

Il 2007 manda un primo segnale di pericolo, non recepito dalla comunità finanziaria: le due maggiori società statunitensi che operano nel settore dei mutui immobiliari, Fannie Mae e Freddie Mac, rischiano il fallimento e si salvano grazie all'intervento pubblico. Il mercato dei *subprime* sta crollando coinvolgendo altri mercati. Numerose banche e istituti finanziari si avvicinano alla condizione di fallimento*. Il pericolo maggiore viene dai grandi gruppi: i primi dieci controllano il 75% delle attività finanziarie totali (10% nel 1990). Spinti dall'obiettivo dell'espansione essi mantengono una bassa liquidità e un alto livello di *leverage* ossia si espongono molto al rischio di fallimento*. Si erano comportate spesso in modo irresponsabile (azzardo morale*), sicure di essere *too big to fail*, ossia che in caso di insolvenza sarebbero state salvate dallo Stato, per evitare effetti più estesi. La crisi infine esplode nel settembre del 2008 in seguito al fallimento della Lehman Brothers, che il governo non impedisce. La Lehman è una delle maggiori società finanziarie statunitense la cui storia coincide con quella della finanza americana (S.Massini, 2014), è un nodo cruciale dell'estesissima rete di relazioni di credito/debito esistente tra gli operatori finanziari del mondo. Il suo fallimento investe inevitabilmente altre numerose grandi e gloriose banche statunitensi (Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, etc.) che rischiano esse pure di fallire con conseguenze che sarebbero disastrose per tutta l'economia statunitense e non solo. Si avviano al fallimento anche Fannie Mae e Freddie Mac, appena salvate l'anno precedente. Il crollo della Lehman Brothers aveva mandato un doppio e ambiguo messaggio: alle banche aveva segnalato che fallire era possibile, ma ai governanti aveva fatto capire che il fallimento di un grande gruppo è così dannoso per l'intero sistema economico che non avrebbe avuto senso accettarlo anche per altri istituti. Lo Stato infatti interviene aiutando la loro ricapitalizzazione*. L'ipotesi del *too big to fail* e della conseguente assoluzione dei comportamenti opportunistici trova conferma. Un'analoga fine rischiano anche alcune grandi banche europee, spagnole, irlandesi, belghe, tedesche, francesi, ed esse pure vengono in diverso modo salvate. Gli altissimi costi della spregiudicatezza di molti operatori finanziari si scaricano infine sui bilanci pubblici.

Si ripresenta una situazione simile a quella del 1929, a cui i governi cercano di dare una risposta per evitare il crollo di tutto il sistema bancario e di seguito tutta l'economia. Le

difficoltà delle banche ricadono infatti sulle loro capacità di finanziare le imprese operanti in tutti i settori produttivi portandole a loro volta al fallimento e a una caduta rovinosa della produzione e dell'occupazione. E' la Grande recessione, favorita dalla politica economica dei due decenni precedenti che aveva liberalizzato in modo estremo e irresponsabile i mercati finanziari alimentandoli con i bassi tassi d'interesse. Lo stesso presidente della FED in quegli anni, dovette successivamente ammettere che la politica dei bassi interessi era stata impropria.

Il monetarismo keynesiano dopo il crack finanziario

A fine 2008 la politica economica ha due obiettivi primari: evitare che la crisi di alcuni istituti bancari/finanziari infetti tutto il sistema del credito e provochi il tracollo dell'economia, e nell' impedire l'aumento della disoccupazione a seguito della caduta della domanda e della produzione. La politica economica ha imparato dall'esperienza del 1929 e sa ora cosa fare. A capo della FED dal 2006 vi è B.Bernanke, che nella sua precedente attività accademica aveva studiato l'evolversi della Grande crisi e compreso che in caso di crack finanziario si sarebbe dovuto mettere in campo una politica monetaria molto espansiva. L'esperienza passata suggerisce un nuovo tipo di politica economica, che potremmo definire monetarismo keynesiano, ossia l'uso contemporaneo di due potenti cannoni, quello monetario e quello fiscale. E' una politica che prosegue, rafforzandola, quella seguita nel decennio precedente, e che se ne differenzia per la dimensione dell'incremento dell'offerta di moneta e del deficit pubblico. Il cannone monetario è il *quantitative easing*, che consiste nell'acquisto massiccio da parte della FED di attività finanziarie pagate creando nuova moneta ("base monetaria"). La FED acquista direttamente *Treasury funds* (Titoli di Stato o altri titoli garantiti) e/o fa prestiti a brevissimo alle banche, aventi a copertura attività a bassissimo rischio, come i *Treasury*. Con queste "operazioni di mercato aperto" la Banca centrale finanzia banche e istituti finanziari in crisi di liquidità e lo Stato. Tra la fine 2007 e metà 2009 le attività segnate sul bilancio della FED, tra cui i *Treasury*, salgono da circa 0,9 a 2.2 trilioni di dollari. Al cannone monetario si affianca quello fiscale del *deficit spending* che ne è il principale fornitore di munizioni. La politica fiscale espansiva – e la contemporanea diminuzione del

PIL - fa impennare il rapporto debito pubblico/PIL, che passa dal 63% (2007) al 90% (2010). La spesa pubblica contribuisce all'incremento del sostegno ai lavoratori disoccupati, al salvataggio della General Motors e della Chrysler, che aveva dichiarato fallimento, ma soprattutto a evitare quello di Fannie e Freddie e di molte grandi banche.

Del monetarismo keynesiano sono quasi scontati gli effetti positivi sulla stabilità del sistema bancario e finanziario e sulla ripresa della crescita del PIL e di conseguenza sul livello di occupazione, ma lo sono meno quelli di medio e lungo periodo. Le politiche accomodanti (riduzione dei tassi d'interesse e facilitazioni quantitative volte a ridurre i costi dell'indebitamento di imprese, famiglie e Stato) e le migliori condizioni finanziarie che ne derivano sostengono la crescita, ma aumentano il rapporto D/Y con effetti che nel tempo portano nuovi rischi di instabilità finanziaria. Il monetarismo keynesiano è prima di tutto un esperimento nuovo fatto in una situazione di emergenza simile a quella del 1929.

La politica monetaria statunitense messa in azione fino al 2019 segue due binari, quello legislativo e quello monetario. Il neopresidente B.Obama chiede al Congresso di reintrodurre alcuni dei limiti legislativi cancellati con la deregolamentazione. Il Congresso approva già nel 2010 il Dodd-Frank Act, a cui però mancano le norme attuative. Questa legge si basa sul presupposto che la causa principale, se non unica, della crisi fossero stati i comportamenti opportunistici delle grandi banche derivati dall'ipotesi *too big to fail*. E' un'interpretazione riduttiva perché la crisi è frutto anche di molti altri fattori come la sottocapitalizzazione delle banche, l'eccesso di mutui elargiti dalle banche e l'incontrollabile movimento internazionale dei capitali. Il Dodd-Frank Act riporta alla separazione tra le banche di credito e le banche d'investimento, introduce nuove agenzie di controllo, tra cui una a tutela dei consumatori, e vieta alle banche l'utilizzo dei fondi della clientela (i depositi) per investimenti speculativi, che metterebbero a rischio la solvibilità dell'istituto nei confronti dei clienti. E' un ritorno solo parziale alla situazione legislativa pregressa, eppure anche su questi punti fa resistenza il mondo della finanza, al punto che la completa e precisa definizione delle norme è ancora incompleta nel 2018. Proprio nel 2018, su iniziativa del neo presidente D.Trump, il Congresso approva un provvedimento che esenta le banche di piccola e media grandezza dal rispetto del Dodd-Frank Act. Nel 2019 la messa in sicurezza dei mercati finanziari statunitensi quindi è solo

parziale.

Queste difficoltà evidenziano quanto l'equilibrio di potere tra governo federale e finanza si sia spostato a favore della seconda. Negli anni Trenta il presidente F.D.Roosevelt era riuscito a imporre alle banche regole severe che ne limitavano la libertà. A partire dagli anni Ottanta torna ad aumentare il potere della finanza e la politica economica è sempre più attratta dall'obiettivo della stabilità dei mercati finanziari e della loro crescita, lasciando in secondo piano i tradizionali obiettivi della politica economica, in particolare quello dell'occupazione. La finanza, forse il braccio più forte del nuovo potere economico, ha catturato la cultura e l'azione della politica a svantaggio di altri. Uno dei modi in cui essa riesce a orientare la politica economica ha a che vedere con il gioco delle aspettative. I mercati finanziari si muovono guidati dalle aspettative degli operatori sull'economia reale e sulle politiche della FED e del Governo federale.

La FED procede con il *quantitative easing*, e conseguentemente il *FED rate* – il tasso d'interesse “base” dei prestiti fatti dalla FED - si stabilizza su valori prossimi allo zero e tali rimangono fino al 2017, per poi risalire al 2.5% nel 2019. Il tasso d'interesse reale*è negativo e infatti si parla di *negative interest rate policy*.

In questa fase post 2008, caratterizzata dall'assenza di spinte inflazionistiche, la FED non deve scegliere tra due obiettivi che in passato erano considerati alternativi, inflazione e disoccupazione. Il *quantitative easing* cerca la crescita del PIL e dell'occupazione, ma è molto attenta all'equilibrio dei mercati finanziari, ormai assuefatti al basso tasso d'interesse e molto sensibili a sue variazioni, come si è appena accennato.

Sostenuta dal *quantitative easing* la politica fiscale rimane fortemente espansiva, sia sotto la presidenza Obama che quella successiva Trump. Aumenta la spesa in investimenti pubblici e si introducono tagli nelle tasse, con Obama a favore dei redditi medio-bassi e con Trump dei redditi alti e soprattutto dei profitti. Nel 2019 il rapporto debito pubblico/PIL ha raggiunto il 107%. Implicitamente la politica del debito pubblico statunitense regge sull'ipotesi del *too big to fail*: sarebbe irragionevole, se non impossibile, pensare che fallisca lo Stato che emette la moneta internazionale.

Il monetarismo keynesiano sortisce gli effetti desiderati, nel breve-medio periodo. Le banche e il sistema creditizio sono salvi. La crescita del PIL passa dal -2.5% (2009) al 2.5%

nell'anno successivo per poi stabilizzarsi su quel livello; la disoccupazione passa dal 10% (2009) al 3.5% (2019). Così facendo posiziona in modo sempre maggiore l'offerta monetaria nella "trappola della liquidità" e sostiene i prezzi delle attività finanziarie che sono inversamente legati alla diminuzione dei tassi d'interesse.

Anche il Regno Unito pone in atto il monetarismo keynesiano. La Bank of England promuove il *quantitative easing* con l'acquisto diretto di titoli di debito privato (obbligazioni) e di debito sovrano. I governi che si succedono, pur proclamando l'opportunità di una politica di contenimento del debito pubblico, praticano il *deficit spending*: tra il 2007 e il 2018 il rapporto debito PIL sale dal 42% all' 86%. Una quota importante dell'aumento delle spese pubbliche consiste proprio nel costosissimo salvataggio di due banche, la Royal Bank of Scotland e l'UBS: anche in questo caso l'insostenibile debito privato si trasforma in debito pubblico. L'effetto di queste politiche è complessivamente positivo. La crescita del PIL è in media di poco inferiore al 2%, e il tasso di disoccupazione scende dall'8% al 3.8%.

Quantitative easing, inflazione e investimenti

Alla forte crescita dell'offerta di moneta non corrisponde quella dei prezzi. Negli Stati Uniti tra il 2009 e il 2019 lo stock di moneta aumenta del 197%, ma il tasso d'inflazione annuale rimane mediamente inferiore al 2%. Anche nel Regno Unito l'inflazione si stabilizza su un valore prossimo al 2%, eppure le relative economie passano da una condizione di alta disoccupazione ad una di quasi piena occupazione. Anche i mercati finanziari hanno basse aspettative d'inflazione, come conferma la riduzione progressiva del divario del tasso d'interesse dei titoli pubblici a breve periodo e a lungo periodo (*Ten Years Treasury Constant Monetary Rate*) che scendono dal 9% nel 1990 all' 1% nel 2020. Questo esito, non coerente che la TQM, è riferibile principalmente all'andamento dei costi. Il prezzo del petrolio crolla nel 2014; i salari non crescono per i motivi già visti, ma cresce la produttività e quindi il costo del lavoro diminuisce; continuano ad aumentare le importazioni di merci *low cost* da paesi a basso costo del lavoro. Mancano dunque le basi per un'inflazione da costi. A questa tendenza contribuiscono anche i mercati finanziari. La (keynesiana) "propensione alla liquidità" induce le famiglie e le imprese ad acquistare

attività finanziarie o a far crescere i depositi bancari. Attraverso i canali bancari la liquidità confluisce sui mercati finanziari. Lievitano i prezzi delle attività finanziarie: l'indice Dow Jones sale da quota 8600, punto di minimo dopo la crisi (2009) quota 27000 nel 2019. Tra il 1990 e il 2019 l'indice è cresciuto di 4,6 volte, un valore assolutamente superiore a quello del PIL che nello stesso periodo raddoppia, in termini reali. E' anche vero che nella stessa direzione spingono anche gli alti profitti e i bassi tassi d'interesse: basterà un suo rialzo dallo 0% nel 2017 al 2,5% nel 2018 per generare un tonfo di Wall Street, caduta che all'annuncio di retromarcia della FED si esaurisce. Qualcosa di analogo era successo già nel 2004/5.

Diversamente dagli impieghi finanziari, che crescono molto, gli investimenti produttivi privati continuano a languire. Negli Stati Uniti tra il 2010 e fino al 2019 sono molto altalenanti, influenzati soprattutto dalla dinamica degli investimenti effettuati nel settore (*shale oil*), che seguono da vicino l'andamento del prezzo del petrolio. Le aspettative degli *animal spirits* non sono favorevoli, e questo collima con l'ipotesi che le economie occidentali siano in "stagnazione secolare" (L. Summers, 2104). Eppure i profitti sono molto alti soprattutto nelle industrie legate alle nuove tecnologie informatiche (Facebook, Google, Microsoft, Amazon, etc.) - oltre che nell'attività finanziaria. Maturano però soprattutto spesso in un contesto monopolistico e di elusione* fiscale, e vengono reinvestiti in attività finanziarie, anche con l'acquisto – vantaggioso per i manager - di azioni dalla società che fa profitti: quello di Google è il caso più eclatante.

Il basso livello degli investimenti non è un problema solo statunitense, ma riguarda anche altre grandi economie di paesi industrializzati come l'Europa e il Giappone. A fronte della debole domanda di risorse finanziarie per investimenti vi è la grande offerta di risparmio, localizzata soprattutto nei paesi asiatici. A livello mondiale vi è un eccesso di risparmi: il tasso d'interesse naturale (vedi sopra Wicksell) è molto basso e ad esso si affianca quello del tasso d'interesse fissato dalla banca centrale.

BIBLIOGRAFIA

- M.Atwood, *Payback*, Bloomsbury publishing, 2008
- R.Bacon e W.Eltis, *Britain's Economic Problem: too Few Producers*, Macmillan,1976
- C.Bianchi, *Moneta*, in G.Lunghimi (a cura di), *Dizionario di economia*, Interesse- Moneta, Boringhieri,1982
- J.Bodin, *A propos de la monnaie et de l'enrichissement de toute chose et le moyen d'y remédire*, 1568
- I.Cipolletta, *Banchieri, politici e militari- Passato e futuro delle crisi globali*, Laterza, 2010
- P.Collier, *Il futuro del capitalismo*, Laterza, 2020
- G. Cross, *Tempo e denaro, La nascita della cultura del consumo*, il Mulino, 1998
- E.Domar, 'The Burden of the Debt' and the National Income, *American Economic Review*, 1944, (4)
- M.Feldstein, *Resolving the Global Unbalances: the Dollar and the U.S. Saving Rate*, *Journal of Economic Perspectives*, Summer 2008
- I.Fisher, *Opere di I.Fisher*, UTET, 1974
- M.Francese, A.Pace, *Il debito pubblico italiano dall'Unità ad oggi*, Banca d'Italia, Occasional papers, 2008
- M.Friedman, *Capitalism and Freedom*, Chicago Un.press, 1962
- M.Friedman,*The Metodology of Positive Economics*, in *Essays in Positive Economics*, Chicago Un.Press, 1966
- M.Friedman, *Inflation and Unemployment, the New Dimensions of Politics*, *Alfred Nobel Memorial Lecture*, IEA, Occasional paper 51, 1976
- K.Galbraith, *Il grande crollo*, ed. Comunità, 1962
- K.Galbraith, *Il nuovo stato industriale*, Einaudi, 1968
- D.Graeber, *Debito, I primi 5000 anni*, il Saggiatore, 2012
- F.Illies, *1913 L'anno prima della tempesta*, Marsilio, 2013
- R.Lucas, *Macroeconomic Priorities*, *American Economic Review*, March 2003
- R.Lucas, *The Death of Keynesian Economics*. *Issues and Ideas*, 2, 1980
- J.M.Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, Mac Millan,1919
- R.Marris, *La teoria economica del capitalismo manageriale*, Einaudi, 1972

A.Marzola, F.Silva (eds.), *J.M.Keynes. Language and Method*, E.Elgar, 1994

S.Massini, *Leheman trilogy*, Einaudi, 21014

A.Mian, A.Sufi, *House of debt*, Chicago Un. Press, 2015

J.Micklethwait, A.Wooldridge, *The Right Nation, Why America is Different*, Allen Lane, 2004

H.Minsky, *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, Einaudi, 1989

E.Morin, *Cambiamo strada*, F.Cortina ed., 2020

J.O'Connor, *La crisi fiscale dello stato*, Einaudi, 1977

T.Piketty, *Capital in the Twenty-first Century*, Harvard Un. Press, 2014

T.Piketty, *Capitale e ideologia*, La nave di Teseo, 2020

K.Pistor, *Il codice del capitale*, LUISS, 2021

K.Polany, *La grande trasformazione*, Einaudi, 1974

D.Quammen, *Spillover*, Adelphi, 2014

H.Rosenblatt, *The Lost History of Liberalism, from Acient Rome to the Twenty-first Century*, Princeton Un. Press, 2018

G.Shackle, *The Years of High Theory*, 1967, Cambridge Un.Press

H.Schilling, *1517*, Keller ed., 2017

R.Skildesky, *Money and Government*, Yale Un. Press, 2018

R.Skildesky, *J.M.Keynes:the Economist as Savior,1920-1937*, Penguin, 1994

B.Steil, *La battaglia di Bretton Woods*, Donzelli, 2019

T.Stoppard, *Rosencrantz and Guildenster Are Dead*” FF Plays, 1964

L.Summers, *Reflections on the new “Secular Stagnation” Hypothesis*, VOX, CEPR Policy portal, 30/10/2014

Y.Varoufakis, *Adulti nella stanza*, La Nave di Teseo, 2018

P.Volker, *Financial Reform: Unfinished Business*, in New York Review of the Books, Nov. 2011