
GLI EVENTI CHE HANNO CONDIZIONATO LA MACROECONOMIA NELL'ULTIMO SECOLO

*La Grande Depressione, l'iperinflazione
e i disavanzi di bilancio*

Sintesi del capitolo

- La moderna macroeconomia si è sviluppata in seguito alla Grande Depressione.
- La crescita monetaria e l'inflazione sono strettamente correlate in periodi di inflazione elevata.
- Alla base della considerevole creazione di stock di moneta che dà origine a un'iperinflazione vi è in genere un ingente disavanzo di bilancio pubblico.
- Dopo molti anni di pesanti deficit di bilancio negli Stati Uniti, alla fine del secolo scorso si è registrato un utile consistente.
- Nel XXI secolo il sistema previdenziale è destinato al tracollo?

I grandi eventi influenzano sia l'economia che le ricerche economiche; gli studi macroeconomici in particolare si sviluppano a partire dalle esperienze economiche – soprattutto quelle traumatiche. Durante la Grande Depressione un quarto della forza lavoro negli Stati Uniti era in cerca di lavoro; durante il XX secolo molti Paesi hanno conosciuto periodi di iperinflazione, durante i quali i prezzi raddoppiavano su base mensile; nell'ultima parte del secolo scorso il saldo di bilancio negli Stati Uniti è passato da un pesante deficit all'utile e di nuovo al deficit nei primi anni di questo secolo. Infine, guardando a una possibile catastrofe futura, ci chiediamo se nel XXI secolo il sistema previdenziale reggerà o andrà verso il tracollo.

18.1 LA GRANDE DEPRESSIONE: I FATTI

La *Grande Depressione* ha rappresentato l'avvenimento da cui hanno preso forma molte istituzioni economiche, quali il Federal Reserve System negli Stati Uniti, nonché

la moderna teoria macroeconomica.¹ I dati essenziali relativi a tale vicenda sono riportati in Tabella 18.1.

Il fatto più noto è il crollo del mercato azionario statunitense. Tra il settembre del 1929 e il giugno del 1932 il mercato perse l'85%, ciò significa che azioni del valore di 1000 dollari nel 1929 ne valevano soltanto 150 nel 1932. La depressione viene comunemente fatta coincidere con tale crollo, ma in realtà la contrazione dell'economia iniziò nell'agosto del 1929, dunque ancora un mese prima, e continuò fino al 1933.

Tra il 1929 e il 1933 il PNL statunitense si ridusse quasi del 30% e il tasso di disoccupazione crebbe dal 3 al 25%. Fino agli inizi del 1931 l'economia si dimostrò soggetta a una recessione molto grave, ma non eccezionale rispetto a quelle attraversate nel secolo precedente²; fu nel periodo compreso tra l'inizio del 1931 e l'ascesa alla presidenza di Franklin Delano Roosevelt, nel marzo del 1933, che la depressione divenne "Grande". Il fenomeno viene ricordato soprattutto per la disoccupazione di massa che comportò: durante il decennio 1931-1940 il tasso di disoccupazione ammontava in media al 18,8%, oscillando tra un livello minimo pari al 14,3% nel 1937 e un livello massimo pari al 24,9% nel 1933;³ si pensi che il valore più alto del secondo dopoguerra, toccato nel 1982, fu inferiore all'11%. Nel medesimo periodo crollarono gli investimenti: gli investimenti netti risultarono negativi dal 1931 al 1935. L'indice dei prezzi al consumo, tra il 1929 e il 1933, scese quasi del 25%.

Nella fase di ripresa, dal 1933 al 1937, il PNL aumentò a un tasso annuo molto alto, pari quasi al 9%, ma neppure questo fu sufficiente a riportare il tasso di disoccupazione a livelli normali; successivamente, nel biennio 1937-1938, si verificò una forte recessione, che spinse il tasso di disoccupazione nuovamente fin quasi al 20%. Nella seconda metà del decennio i tassi d'interesse a breve termine, come quello della carta commerciale, erano vicini allo zero.

La politica economica

Quale fu la politica economica adottata negli Stati Uniti in questo periodo? Lo stock di moneta che era già diminuito quasi del 4% tra il 1929 e il 1930, scese rapidamente nei due anni successivi e continuò a contrarsi fino all'aprile del 1933.

La riduzione dello stock monetario fu, in parte, la conseguenza dei fallimenti bancari su vasta scala: quando le banche fallirono, perché non disponevano di riserve con cui far fronte alle richieste di prelievo di contanti da parte dei clienti⁴, distrussero i

¹ J. Bradford De Long offre una piacevole prospettiva storica in "Keynesianism, Pennsylvania Avenue Style: Some Economic Consequences of the Employment Act of 1946", *Journal of Economic Perspectives*, estate 1996.

² Friedman M., Schwartz A.J. (*A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, NJ 1963; tr. it. *Il dollaro; storia monetaria degli Stati Uniti, 1867-1960*, Utet, Torino 1979) offrono un'analisi molto dettagliata della Grande Depressione, mettendola a confronto con altre recessioni e sottolineando il ruolo svolto dalla Federal Reserve.

³ Darby M., "Three-and-a-Half Million US Employees Have Been Misaid: Or, an Explanation of Unemployment, 1934-1941", *Journal of Political Economy*, febbraio 1976. Darby sostiene che, dopo il 1933, il livello di disoccupazione non è stato calcolato correttamente negli Stati Uniti, poiché coloro che beneficiavano dei programmi di sostegno all'occupazione promossi dal governo sono stati conteggiati fra i disoccupati. Se corretto per tener conto di questi soggetti, il tasso di disoccupazione scende rapidamente passando del 20,6% nel 1933 a meno del 10% nel 1936. Si vedano anche: Mayer T., "Money and the Great Depression: A Critique of Professor Termin's Thesis", *Exploration in Economic History*, aprile 1978, Brunner K. (a cura di), *The Great Depression Revisited*, Martinus Nijhoff, Boston 1981.

⁴ Abbiamo discusso il fenomeno dell'assalto agli sportelli bancari nel Capitolo 16.

Tabella 18.1
Statistiche
economiche
relative al periodo
della Grande
Depressione
negli Stati Uniti

Anno	(1) PNL, miliardi di dollari del 1992	(2) I/PNL (%)	(3) G, miliardi di dollari del 1992	(4) Tasso di disoc- cupazione (%)	(5) IPC (1929 = 100)	(6) Tasso della carta commer- ciale (%)	(7) Indice AAA (%)	(8) Indice del mer- cato azionario ¹	(9) M1 (1929 = 100)	(10) Avanzo di pieno impie- go/Y* (%) ²
1929	938,1	17,8	121,9	3,2	100,0	5,9	4,7	83,1	100,0	-0,8
1930	850,2	13,5	133,0	8,7	97,4	3,6	4,6	67,2	96,2	-1,4
1931	784,9	9,0	137,7	15,9	88,7	2,6	4,6	43,6	89,4	-3,1
1932	676,1	3,5	131,2	23,6	79,7	2,7	5,0	22,1	78,0	-0,9
1933	662,1	3,8	127,6	24,9	75,4	1,7	4,5	28,6	73,5	1,6
1934	713,7	5,5	145,2	21,7	78,0	1,0	4,0	31,4	81,4	0,2
1935	777,4	9,2	148,5	20,1	80,1	0,8	3,6	33,9	96,6	-0,1
1936	882,7	10,9	174,4	16,9	80,9	0,8	3,2	49,4	110,6	-1,1
1937	923,5	12,8	167,8	14,3	83,3	0,9	3,3	49,2	114,8	1,8
1938	885,7	8,1	182,7	19,0	82,3	0,8	3,2	36,7	115,9	0,6
1939	953,0	10,5	190,2	17,2	81,0	0,6	3,0	38,5	127,3	-0,1

¹ L'indice del mercato azionario è lo Standard & Poor, che comprende 500 titoli ed è stato indicato ponendo il settembre del 1929 come periodo base pari a 100.

² Y* indica il prodotto di piena occupazione.

Fonti: Coll. 1, 2, 3: US Department of Commerce, *The National Income and Product Accounts of the United States, 1929-1974*. Col. 4: elaborazione dati del Bureau of Labor Statistics a cura di Darby M., "Three-and-a-Half Million US Employees Have Been Misplaced: Or, an Explanation of Unemployment, 1934-1941", cit. Coll. 5, 6, 7: *Economic Report of the President, 1957*. Col. 8: Standard & Poor's Statistical Service, *Security Price Index Record, 1978*. Col. 9: Friedman M., Schwartz A.J., *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, cit. (Il dollaro; storia monetaria degli Stati Uniti, 1867-1960, cit.), tavola A1, col. 7. Col. 10: Brown E.C., "Fiscal Policy in the Thirties: A Reappraisal", *American Economic Review*, dicembre 1956, tavola 1, coll. 3, 5, 19.

depositi e ridussero quindi lo stock di moneta. Ma tali fallimenti influirono sulla contrazione della quantità di moneta anche perché determinarono una perdita di fiducia negli istituti di credito da parte dei depositanti e, di conseguenza, un incremento del rapporto desiderato circolante-depositi. Inoltre, le banche non ancora fallite si prepararono all'evenienza di un possibile assalto agli sportelli da parte dei clienti aumentando le riserve detenute rispetto ai depositi. L'aumento dei rapporti circolante-depositi e riserve-depositi ridusse il moltiplicatore dell'offerta di moneta e provocò una brusca contrazione dello stock monetario. La Federal Reserve fece assai poco per compensare il calo dell'offerta di moneta. Per alcuni mesi, nel 1932, attuò un programma di acquisti sul mercato aperto, ma, a parte questo, sembrò accettare passivamente la chiusura della banche e certo non agì in modo energico per evitare il crollo del sistema finanziario.⁵

Anche la politica fiscale fu piuttosto debole. Allora la tendenza prevalente tra i politici era quella di pareggiare il bilancio pubblico nei periodi di difficoltà e, infatti, nel 1932,

⁵ Friedman e Schwartz (si veda la Nota 2) si interrogano sui motivi dell'inattività della Banca Centrale statunitense; è affascinante la discussione, alle pp. 407-419 della versione originale del testo, sulle responsabilità degli interventi effettuati e delle azioni mancate.

entrambi i principali candidati alla presidenza basarono la campagna elettorale su un programma avente come obiettivo primario il pareggio del bilancio. In realtà, come mostra la Tabella 18.2, il governo federale registrò ampi disavanzi di bilancio, in particolare nel periodo menzionato, con una media del 2,6% del PNL dal 1931 al 1933 e anche oltre negli anni successivi (questi deficit, come percentuale del PNL, sono tuttavia inferiori a quelli registrati nei primi anni Novanta). La necessità di pareggiare il bilancio, comunque, non veniva affermata soltanto a parole: le amministrazioni pubbliche statali e locali aumentarono le imposte per bilanciare le uscite, come fece del resto lo stesso governo federale, in particolare nel 1932 e nel 1933. Il presidente Roosevelt, che non era un keynesiano, cercò seriamente di portare il bilancio in pareggio. L'avanzo di piena occupazione, concetto naturalmente non ancora introdotto negli anni Trenta, evidenzia che la politica fiscale (a tutti e tre i livelli dell'amministrazione pubblica statunitense: statale, locale e federale) fu in genere espansiva nel 1931 e divenne più restrittiva dal 1932 al 1934. Di fatto, l'avanzo di piena occupazione fu positivo nel 1933 e nel 1934, nonostante i deficit effettivi registrati in quegli anni. L'attività economica ebbe una ripresa tra il 1933 e il 1937, con una politica fiscale di tipo più espansivo e lo stock monetario in rapida crescita. Alla base dell'incremento della quantità di moneta vi fu un afflusso di oro dall'Europa, che fornì moneta ad alto potenziale per il sistema monetario statunitense. Fu infatti durante gli anni Trenta che la Federal Reserve acquistò la maggior parte dell'oro attualmente detenuto.

Cambiamenti istituzionali

Il periodo che va dal 1933 al 1937 fu caratterizzato anche da una serie di importanti provvedimenti legislativi e amministrativi (noti come *New Deal*) adottati dall'ammini-

Tabella 18.2

Spese ed entrate del settore pubblico statunitense, 1929-1939 (valori in percentuale)

Anno	Settore pubblico ¹		Governo federale		
	(1) Spesa/ PNL	(2) Avanzo effettivo/ PNL	(3) Spesa/ PNL	(4) Avanzo effettivo/ PNL	(5) Settore pubblico ¹ : avanzo di pieno impiego/Y* ²
1929	10,0	1,0	2,5	1,2	-0,8
1930	12,3	-0,3	3,1	0,3	-1,4
1931	16,4	-3,8	5,5	-2,8	-3,1
1932	18,3	-3,1	5,5	-2,6	-0,9
1933	19,2	-2,5	7,2	-2,3	1,6
1934	19,8	-3,7	9,8	-4,4	0,2
1935	18,6	-2,8	9,0	-3,6	-0,1
1936	19,5	-3,8	10,5	-4,4	-1,1
1937	16,6	0,3	8,2	0,4	1,8
1938	19,8	-2,1	10,2	-2,5	0,6
1939	19,4	-2,4	9,8	-2,4	-0,1

¹ Il settore pubblico comprende l'amministrazione pubblica a livello federale, statale e locale.

² Y* indica il prodotto di piena occupazione.

Fonti: Coll. 1, 2, 3, 4: *Economic Report of the President, 1972*, tavole B1, B70. Col. 5: Brown E.C., "Fiscal Policy in the Thirties: A Reappraisal", *American Economic Review*, dicembre 1956, tavola 1, coll. 3, 5, 19.

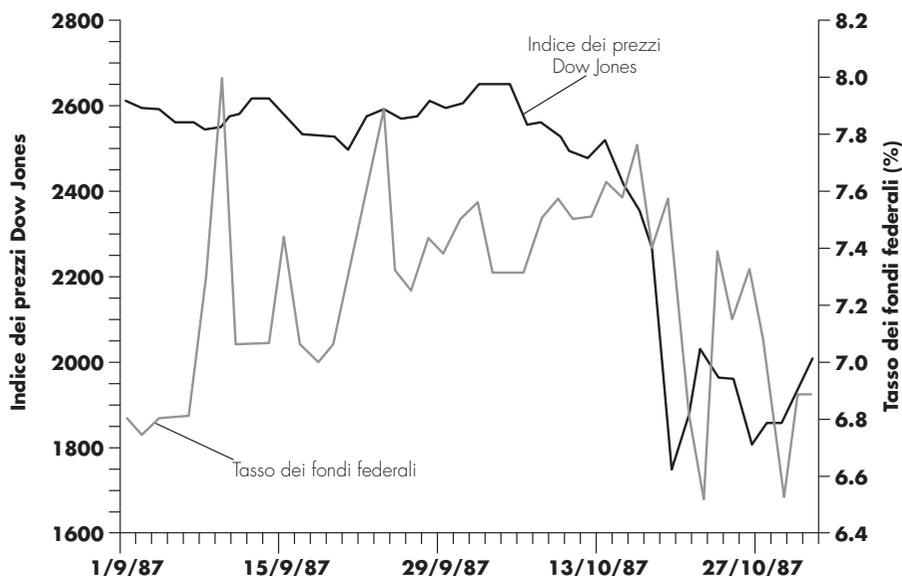
QUADRO 18.1 Il "martedì nero" e il "lunedì nero"

Martedì 29 ottobre 1929 il mercato azionario di New York crollò e vide l'indice Dow Jones scendere del 12%: nel "Grande Crollo" è stata comunemente identificata l'origine della Grande Depressione.

Il crollo del 1987, avvenuto lunedì 19 ottobre, fu molto più grave per il mercato azionario statunitense: allora l'indice Dow Jones perse il 22,6% (Figura 1). Il giorno seguente anche gli altri mercati azionari nel mondo registrarono un brusco calo. Tuttavia, se si imparano le lezioni della storia, si può fortunatamente evitare di ripetere certi errori. Nel 1987, infatti, la Federal Reserve e altre Banche Centrali agirono immediatamente, con la promessa di fornire liquidità al mercato senza limitazioni se fosse stato necessario, in modo da impedire che si creasse una situazione di panico. (La Federal Reserve permise che il tasso dei fondi federali, ovvero il tasso d'interesse dei prestiti a un giorno, scendesse ampiamente, passando dal 7,56% il 19 ottobre al 6,87% il 20, al 6,50% il 21.) Dopo alcune giornate caratterizzate da un clima di nervosismo, gli investitori e il pubblico in generale riacquistarono la fiducia e sia il mercato azionario sia l'economia nel complesso continuarono a crescere.

Figura 1
Andamento dell'indice Dow Jones dei titoli industriali e del tasso d'interesse dei fondi federali nei mesi di settembre e ottobre 1987

(Fonte: Datastream International.)



strazione Roosevelt. La Federal Reserve fu riorganizzata e venne istituita la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) allo scopo di assicurare i depositi e tenere sotto controllo le banche. Fu creato, inoltre, un certo numero di agenzie con compiti di regolamentazione, fra cui in particolare la *Securities and Exchange Commission*, preposta alla regolamentazione del mercato mobiliare. Il suo scopo era impedire il verificarsi di eccessi nelle pratiche speculative, che erano considerate in gran parte responsabili del crollo del mercato azionario.

La *Social Security Administration* venne creata per fare in modo che gli anziani non dovessero fare affidamento esclusivamente sui propri risparmi per garantirsi un tenore di vita minimo nel periodo del pensionamento; alla metà degli anni Novanta tali sussidi previdenziali sarebbero divenuti la voce più consistente del bilancio federale. L'amministrazione Roosevelt credeva inoltre che il cammino verso la ripresa dovesse

passare attraverso l'incremento dei salari e dei prezzi; incoraggiò quindi la nascita delle organizzazioni sindacali, nonché l'adozione di programmi relativi alla fissazione e all'aumento dei prezzi da parte delle imprese, mediante la *National Recovery Administration*.

Aspetti internazionali

La Grande Depressione ebbe, di fatto, portata mondiale. In certa misura ciò fu dovuto al crollo del sistema finanziario internazionale⁶, ma fu anche una conseguenza dell'adozione, da parte di molti Paesi (compresi gli Stati Uniti), di politiche commerciali che prevedevano tariffe doganali elevate, miranti a ostacolare l'importazione di beni esteri per tutelare i produttori interni.

Queste strategie furono chiamate *beggar-thy-neighbor* (si veda il Capitolo 11), perché cercavano di "esportare" disoccupazione migliorando la posizione della bilancia commerciale di un Paese e, quindi, la domanda relativa ai suoi prodotti a spese dei partner commerciali. Naturalmente, se ogni Paese pone barriere all'importazione di beni esteri, il volume del commercio mondiale diminuisce e ciò si ripercuote con effetti restrittivi sull'economia mondiale. I dati della Tabella 18.3 documentano appunto la contrazione della produzione e del commercio mondiali.

Quasi tutti i Paesi attraversavano una profonda recessione negli anni Trenta, ma alcuni reagirono meglio degli Stati Uniti. La Svezia avviò una politica espansiva nei primi anni Trenta e ridusse la propria disoccupazione in modo relativamente rapido nella seconda metà del decennio. L'economia inglese fu colpita da un alto tasso di disoccupazione sia negli anni Venti che nel decennio successivo; nel 1931 la Gran Bretagna abbandonò il sistema monetario aureo e la svalutazione della sterlina che seguì creò le condizioni che resero possibile un parziale miglioramento. La Germania crebbe rapidamente dopo l'ascesa al potere di Hitler e ampliò la spesa pubblica. La Cina si sottrasse alla recessione fin dopo il 1931, essenzialmente perché aveva un tasso di cambio flottante.⁷

Tabella 18.3

Produzione e commercio mondiali, 1929-1935 (base 1929 = 100)

	1929	1932	1933	1935
Produzione	100	69	78	95
Commercio				
Volume	100	75	76	82
Prezzi	100	53	47	42

Fonte: League of Nations, World Economic Survey, 1935/36

⁶ Questo aspetto della Grande Depressione è messo in evidenza da Kindleberger C., *The World in Depression, 1929-1939*, University of California Press, Berkeley 1986, e da Haberler G., *The World Economy, Money and the Great Depression*, American Enterprise Institute, Washington DC 1976.

⁷ Una fonte particolarmente preziosa per quanto riguarda l'esperienza internazionale è rappresentata da Eichengreen B., *Golden Fetters*, Oxford University Press, New York 1992. La tesi centrale del testo è che l'adesione al sistema monetario aureo costrinse i Paesi alla deflazione e solo dopo che tale sistema fu abbandonato poté iniziare la ripresa. La svalutazione della sterlina nel 1931 viene discussa anche da Cairncross A., Eichengreen B., *Sterling in Decline*, Basil Blackwell, Oxford 1983.

Nel 1939, per la prima volta in quel decennio, il PNL reale degli stati Uniti superò il livello del 1929; tuttavia fu solo nel 1942, dopo che il Paese entrò ufficialmente nella Seconda Guerra Mondiale, che il tasso di disoccupazione scese finalmente al di sotto del 5%.

18.2 LA GRANDE DEPRESSIONE: I PROBLEMI E LE IDEE

La depressione degli anni Trenta fu la maggiore crisi economica che il mondo occidentale avesse mai conosciuto. Durante quegli anni, al contrario di quanto è successo negli anni Novanta, era l'economia sovietica ad attraversare una fase di espansione, mentre sembrava che le economie occidentali stessero crollando. È necessario dunque domandarsi seriamente quali furono le cause della Grande Depressione, se fosse stato possibile evitarla e se un evento di questo tipo potrebbe ripetersi.

All'epoca l'economia classica non disponeva di alcuna teoria consolidata che spiegasse la disoccupazione persistente, né disponeva di un rimedio in termini di politica economica da proporre per risolvere il problema. Molti economisti in quel periodo consigliarono, di fatto, di ricorrere alla spesa pubblica per ridurre la disoccupazione, ma i loro suggerimenti non trovavano giustificazione in alcun modello macroeconomico.

Keynes scrisse la sua opera fondamentale, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, negli anni Trenta, dopo che la Gran Bretagna, nel decennio precedente, aveva avuto un tasso di disoccupazione a due cifre e mentre gli Stati Uniti erano nel pieno della Depressione. Egli era pienamente consapevole della serietà dei problemi. Come scrisse Don Patinkin della Hebrew University:

“Fu un periodo buio e pieno di timori, durante il quale il mondo occidentale lottava contro la più grande depressione fino ad allora conosciuta. [...] Vi era la netta sensazione che cercare di raggiungere una comprensione scientifica del fenomeno della disoccupazione di massa significasse non solo dare un contributo intellettuale, ma anche affrontare un problema cruciale che metteva a repentaglio l'esistenza stessa della civiltà occidentale”.⁸

La teoria keynesiana spiegava quanto era accaduto, ciò che si sarebbe potuto fare per impedire che la depressione si verificasse e le possibili misure da adottare per evitare situazioni analoghe in futuro. La spiegazione fornita venne ben presto accettata dalla maggioranza dei macroeconomisti, in un processo definito *rivoluzione keynesiana*; quest'ultima, comunque, non ebbe un impatto significativo sulla gestione della politica economica statunitense fino agli anni Sessanta.

La spiegazione keynesiana

L'essenza della spiegazione keynesiana della Grande Depressione è contenuta nel semplice modello della domanda aggregata. Secondo questa teoria, negli anni Venti la crescita dell'economia statunitense si era basata sulla produzione di massa di automobili e radio ed era stata alimentata da un'espansione del mercato dell'edilizia residenziale. Il crollo degli anni Trenta fu dovuto all'esaurirsi delle opportunità di investimento e quin-

⁸ Patinkin D., “The Process of Writing *The General Theory*: A Critical Survey”, in Patinkin D., Clark Leith J. (a cura di), *Keynes, Cambridge and the General Theory*, University of Toronto Press, Toronto 1978, p. 3. Per una biografia di Keynes si veda Moggridge K.E., *John Maynard Keynes*, Macmillan, New York 1990.

di a una contrazione della domanda di investimenti: il crollo di questi ultimi, indicato nella Tabella 18.1, trova perfettamente riscontro nel quadro sin qui delineato. Alcuni ricercatori ritengono che, nel 1930, si sia verificato anche uno spostamento verso il basso della funzione di consumo.⁹ Anche una politica fiscale insoddisfacente, come emerge dall'andamento dell'avanzo di piena occupazione dal 1931 al 1933, ha le sue responsabilità, in particolare per aver aggravato la depressione.

Era diffusa l'opinione, inoltre, secondo cui la crisi dimostrava che l'economia privata era intrinsecamente instabile, ovvero che si sarebbe potuta creare facilmente una situazione di recessione. Sull'esperienza degli anni Trenta si fondò quindi, in modo implicito, la convinzione che fosse necessaria un'attiva politica di stabilizzazione affinché l'economia mantenesse buone prestazioni globali.

Il modello keynesiano non solo offriva una spiegazione dei fatti accaduti, ma suggeriva anche misure di politica economica che avrebbero potuto essere adottate negli anni Trenta e in seguito, al fine di impedire che in futuro si verificassero eventi simili. L'uso energico di una politica fiscale anticiclica costituiva il metodo preferito per ridurre, appunto, le fluttuazioni cicliche: nel caso in cui una recessione avesse dato segno di degenerare in una depressione, il rimedio sarebbe consistito infatti nella riduzione delle imposte e nell'aumento della spesa pubblica; il ricorso a politiche di questo tipo avrebbe inoltre impedito che la Grande Depressione risultasse così profonda come invece si dimostrò.

Che dire del ruolo dei fattori monetari negli avvenimenti degli anni Trenta? In quegli anni la Federal Reserve sostenne che non avrebbe potuto fare molto per evitare ciò che accadde, poiché i tassi d'interesse si trovavano già ai livelli minimi e non sarebbero potuti scendere ulteriormente. Nuove riduzioni dei tassi d'interesse non avrebbero sortito alcun effetto in assenza di domanda di investimenti. Quest'ultima era considerata molto insensibile al tasso d'interesse (il che implica una curva *IS* a forte inclinazione); al tempo stesso si riteneva che la curva *LM* fosse abbastanza piatta, benché non necessariamente nella posizione estrema corrispondente a una situazione di trappola della liquidità. In queste condizioni, in effetti un'espansione monetaria sarebbe relativamente inefficace nello stimolare la domanda e il prodotto.

Nel modello *IS-LM* (Capitolo 9) non c'è nulla che indichi che la politica fiscale sia più utile di quella monetaria ai fini della stabilizzazione dell'economia. È innegabile, tuttavia, che fino agli anni Cinquanta i keynesiani tendessero a porre l'accento più sulla prima che sulla seconda.

La sfida monetarista

L'importanza che i seguaci di Keynes attribuivano alla politica fiscale e il fatto che minimizzassero il ruolo della moneta vennero contestati da Milton Friedman e dai suoi collaboratori durante gli anni Cinquanta.¹⁰ Essi sottolinearono invece il peso della politica monetaria nel determinare il comportamento sia del prodotto sia dei prezzi.

Per poter attribuire un ruolo importante alla politica monetaria, tuttavia, era necessario smantellare la tesi della sua evidente inefficacia negli anni Trenta. Nel 1963 Friedman e Schwartz, in *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, sosten-

⁹ Temin P., *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, Norton, New York 1976.

¹⁰ Si veda, in particolare, Friedman M. (a cura di), *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago 1956.

nero che la depressione degli anni Trenta “rappresenta in realtà una tragica testimonianza dell'importanza dei fattori monetari”.¹¹ Gli autori affermarono, con abilità e stile, che la gravità della recessione andava imputata in buona parte al fatto che la Federal Reserve non riuscì a impedire i fallimenti delle banche e la riduzione dello stock monetario dalla fine del 1930 al 1933. Questa tesi monetarista, a sua volta, fu vicino a essere accettata come la spiegazione ortodossa della Grande Depressione.¹²

Sintesi

Sia le tesi keynesiane sia quelle monetariste spiegano la crisi degli anni Trenta e offrono risposte agli interrogativi riguardanti le sue cause nonché le misure da adottare per impedire che un'esperienza simile si ripeta. L'attuazione di politiche fiscali e monetarie inopportune rese la Grande Depressione particolarmente grave. Se, infatti, fossero state avviate misure fiscali e monetarie tempestive, energiche e di tipo espansivo, l'economia sarebbe stata colpita da una recessione, ma non avrebbe vissuto il trauma che si verificò.

Si è generalmente concordi nel ritenere che nulla di analogo potrebbe ripetersi al giorno d'oggi, tranne naturalmente nel caso in cui i governi attuassero politiche veramente perverse; si tratta comunque di una possibilità molto più remota di quanto lo fosse allora. In primo luogo, le lezioni della storia ci aiutano a evitare che fatti della stessa portata si ripetano: non si farebbe ricorso nuovamente all'imposizione fiscale nel bel mezzo di una depressione, né si tenterebbe di pareggiare il bilancio. La Banca Centrale cercherebbe attivamente di impedire sia la diminuzione dell'offerta di moneta sia il fallimento di molti istituti di credito, che comporta la riduzione dello stock monetario.¹³ Inoltre, il governo svolge oggi un ruolo molto più ampio nell'economia rispetto ad allora e gli stabilizzatori automatici, compresi l'imposta sul reddito e i sussidi di disoccupazione, riducono la dimensione del moltiplicatore, attenuando quindi l'impatto degli shock della domanda sulla produzione.

Se, come noi sosteniamo, non c'è un conflitto intrinseco tra le spiegazioni keynesiana e monetarista della Grande Depressione, perché è nata una controversia riguardo ai fattori che ne rappresentarono le cause? Il motivo è che gli anni Trenta sono considerati il periodo in cui si prepararono le condizioni per il massiccio intervento pubblico nell'economia. Coloro che sono contrari a un ruolo attivo del governo devono cercare di spiegare il crollo del sistema economico durante gli anni Trenta da questo punto di vista. Se la depressione si verificò a causa dell'azione pubblica (in particolare della Federal Reserve), e non suo malgrado, le ragioni a favore di tale intervento ai fini della stabilizzazione economica risultano indebolite. Inoltre, in quel decennio il comportamento dell'economia fu così estremo che varie teorie devono essere prese in esame per appurare se siano in grado di spiegare tale periodo.

¹¹ Friedman M., Schwartz A.J., *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, p. 300; tr. it. *Il dollaro: storia monetaria degli Stati Uniti, 1867-1960*, cit.

¹² Bernanke B., nell'articolo “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression”, *American Economic Review*, giugno 1983, prende posizione contro il punto di vista monetarista, sostenendo invece che la distruzione del sistema finanziario rese difficile ottenere i fondi necessari per effettuare investimenti. Questa argomentazione, tuttavia, non è in contrasto con la tesi secondo cui una politica monetaria più decisa da parte della Federal Reserve nel 1930 e 1931 avrebbe attenuato la gravità della depressione.

¹³ Si veda, per esempio, Friedman M., “Monetarism in Rhetoric and Practice”, *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, ottobre 1983.

18.3 MONETA E INFLAZIONE NEI NORMALI CICLI ECONOMICI

Alcune persone credono che la crescita monetaria e l'inflazione vadano di pari passo secondo modalità molto semplici. La crescita monetaria è molto importante per spiegare l'inflazione, tuttavia la faccenda è più complessa, almeno in situazioni di normalità ed è questo il messaggio espresso in questo paragrafo. Più avanti esamineremo situazioni di iperinflazione, in cui la crescita monetaria è il fattore dominante.

Studiando la domanda di moneta e la curva di offerta aggregata di lungo periodo, siamo giunti alle seguenti conclusioni.

- Nel lungo periodo, quando tutti gli aggiustamenti sono avvenuti, un aumento permanente del tasso di crescita della moneta provoca un uguale incremento del tasso d'inflazione, che risulta pari al tasso di crescita della moneta al termine dell'assestamento per la crescita tendenziale del reddito reale.
- Nel lungo periodo un aumento permanente del tasso di crescita della moneta non ha alcun effetto sulla produzione. Non esiste cioè un trade-off di lungo periodo tra inflazione e prodotto.

Queste conclusioni sono compatibili con la tesi dei monetaristi secondo cui, *nel lungo periodo*¹⁴, l'inflazione è causata dalla crescita monetaria. Tuttavia, se si considera un orizzonte temporale diverso, anche altre perturbazioni (per esempio gli shock dell'offerta) influiscono sul livello d'inflazione e, per contro, le variazioni dello stock di moneta hanno effetti reali.

Cosa si evince dai dati reali riguardo alla relazione tra crescita monetaria e inflazione? Per rispondere a questa domanda è utile fare ricorso alla *teoria quantitativa della moneta*. Essa mette in relazione il valore del reddito nominale (PY) con lo stock di moneta (M) e la velocità di circolazione della moneta (V):

$$MV = PY \quad (1)$$

Ricorderete (Capitolo 15) che la *velocità di circolazione* della moneta indica quante volte in un anno lo stock di moneta passa di mano per finanziare l'acquisto del prodotto complessivo realizzato all'interno di un sistema economico.

L'equazione precedente può essere riscritta considerando la variazione percentuale nel tempo di ciascuno dei quattro termini:

$$m + v = \pi + y \quad (2)$$

dove m è il tasso di crescita della moneta, v è la variazione percentuale della velocità della sua circolazione, π è il tasso d'inflazione e y è il tasso di crescita del prodotto.

Isolando il tasso d'inflazione, otteniamo il risultato fondamentale:

$$\pi = m - y + v \quad (3)$$

L'Equazione (3) può essere utilizzata per determinare le cause dell'inflazione, cioè per stabilire in che misura essa è dovuta a variazioni della velocità di circolazione oppure a una cre-

¹⁴ Si veda, per esempio, Friedman M., "Monetarism in Thetic and Practice", *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, ottobre 1983.

scita dello stock di moneta o, ancora, a un aumento della produzione. La tesi dei monetaristi secondo cui l'inflazione è principalmente un fenomeno monetario implica che le variazioni della velocità di circolazione della moneta e della produzione non sono rilevanti.

Passiamo ora a considerare i dati reali. Nella Figura 18.1 sono rappresentati il tasso di crescita annuo di $M2$ e quello del deflatore del PIL per gli Stati Uniti. Come si può vedere, il tasso d'inflazione e il tasso di crescita della moneta hanno seguito un andamento simile: entrambi hanno avuto un trend positivo sino alla fine degli anni Settanta e un trend negativo da un certo punto degli anni Ottanta in poi. Tuttavia la corrispondenza è molto approssimativa e, come si deduce dall'Equazione (3), ciò significa che l'inflazione risentiva anche di variazioni della produzione e/o della velocità di circolazione della moneta.

Nella Tabella 18.4 esaminiamo il legame tra crescita monetaria e inflazione per intervalli di tempo più lunghi (ossia nell'arco di dieci anni) e teniamo conto dell'incremento della produzione; l'adeguamento per quest'ultimo fattore si ottiene sottraendo il tasso di crescita del prodotto dal tasso di crescita della moneta, come indicato dall'Equazione (3).¹⁵

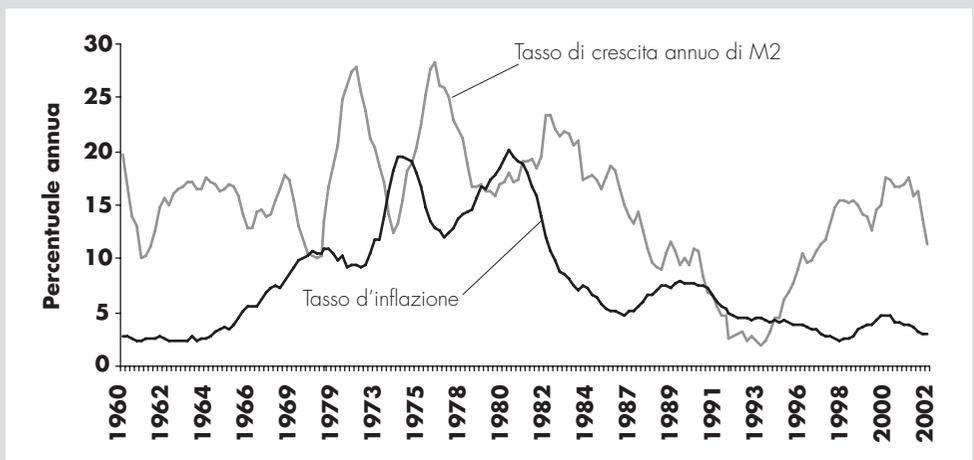
Dalla Tabella 18.3 risulta che l'inflazione è strettamente correlata al tasso di crescita di $M2$.¹⁶ Per esempio, negli anni Sessanta la crescita monetaria meno la crescita reale è stata pari al 2,6% e l'inflazione media effettiva è stata del 2,4%, quindi non molto diversa. Analogamente, in base all'Equazione (3), per gli anni Settanta si stima un'inflazione del 6,2%, mentre quella effettiva è stata del 6,6%. La stessa corrispondenza

Figura 18.1

Crescita monetaria e inflazione negli Stati Uniti, 1960-2002.

La crescita monetaria si basa su $M2$; l'inflazione si basa sul deflatore del PIL.

(Fonte: Federal Reserve Economic Data.)



¹⁵ Nel fare questo adeguamento per la crescita della produzione supponiamo che non esista una relazione sistematica tra velocità di circolazione della moneta e reddito. Ciò equivale a supporre che l'elasticità della domanda di moneta rispetto al reddito sia pari a 1 (si veda il Capitolo 15). In generale il tasso d'inflazione è pari al tasso di crescita della moneta meno il prodotto dell'elasticità della domanda di moneta rispetto al reddito per il tasso di crescita della produzione.

¹⁶ Nel Capitolo 15 abbiamo visto che la domanda di moneta in termini reali ($M2$) ha un'elasticità di lungo periodo rispetto al reddito pari all'incirca a 1. Quindi il rapporto di lungo periodo tra il tasso di crescita di $M2$ e l'inflazione dovrebbe essere grosso modo di 1:1, se si escludono le variazioni della velocità di circolazione che non dipendono dalla crescita del reddito.

Tabella 18.4

Moneta, inflazione e crescita della produzione negli Stati Uniti (percentuali annue)

	M1	M2	Crescita del PIL	M2 – crescita del PIL	Inflazione*
1960-1969	3,7	7,0	4,4	2,6	2,4
1970-1979	6,4	9,5	3,3	6,2	6,6
1980-1989	7,8	8,0	3,1	4,9	4,7
1990-1996	3,7	4,0	3,0	1,0	2,3
1960-1996	5,4	7,2	3,5	3,7	4,0

* In base al deflatore del PIL.

Fonte: Haver Analytics Macroeconomics Database

approssimativa si ha per gli anni Ottanta, con un tasso d'inflazione atteso del 4,9% e un tasso d'inflazione effettivo del 4,7%. Ma nel corso degli anni Novanta, il rapporto *M2*/inflazione sembra essersi in larga parte interrotto.

La relazione tra crescita monetaria e inflazione è meno evidente se si considera *M1*, questa è una conseguenza dell'instabilità della domanda di *M1*, soprattutto negli anni Ottanta. Per ottenere una relazione stabile tra crescita monetaria e inflazione è necessario che sia stabile la domanda reale di moneta o, in alternativa, la velocità di circolazione della moneta.

Tendenza storica e confronti internazionali

Negli Stati Uniti il legame tra crescita monetaria (*M2*) e inflazione non è sempre stato tanto stretto come negli ultimi trent'anni. In uno dei problemi alla fine del capitolo vengono forniti i dati relativi all'intervallo 1860-1989 e si chiede di studiare la relazione tra moneta e inflazione per l'intero periodo. Chiaramente ci sono alcune eccezioni rispetto alla tendenza generale, per esempio il decennio 1890-1899, durante il quale la crescita monetaria (tenuto conto della crescita del reddito reale) era abbastanza elevata, mentre i prezzi erano in calo.

I dati internazionali (Tabella 18.5) danno lo stesso risultato di quelli statunitensi: a un più alto tasso di crescita della moneta (al netto dell'incremento del prodotto) corrisponde in genere un tasso d'inflazione più elevato, ma il rapporto non è di 1:1. In alcuni Paesi, come il Regno Unito, l'inflazione effettiva è molto inferiore a quella "attesa" (la differenza tra il tasso di crescita della moneta e quello della produzione); per altri invece, come l'Italia, è vero il contrario. Ancora una volta tra le possibili ragioni per cui la relazione non appare precisa vi sono: variazioni della domanda di moneta, magari dovute a una deregolamentazione finanziaria; variazioni dei tassi d'interesse, che influenzano sulla velocità di circolazione della moneta; coefficienti di elasticità della domanda di moneta rispetto al reddito diversi da uno.¹⁷

¹⁷ La definizione degli aggregati monetari varia molto da Paese a Paese. Nella Tabella 18.5 il termine "moneta" indica l'aggregato che più si avvicina alla definizione di *M2* per gli Stati Uniti.

Tabella 18.5

Crescita monetaria e inflazione in una prospettiva internazionale, 1960-2001 (percentuali annue)

	Crescita della moneta*	Crescita della produzione	Inflazione "attesa"	Inflazione effettiva
Canada	10,2	3,8	6,4	4,6
Stati Uniti	7,7	3,4	4,3	4,4
Giappone	11,0	4,9	6,2	4,3
Germania	8,2	3,0	5,2	3,1
Francia†	6,3	2,1	4,2	5,3
Italia‡	10,5	2,2	8,2	9,6
Regno Unito	12,8	2,5	10,2	6,6

* M1 + quasi moneta.
† Solo per il periodo 1978-1998, in quanto mancano dati anteriori per aggregati monetari sufficientemente ampi.
‡ Solo per il periodo 1975-1998, in quanto mancano dati anteriori per aggregati monetari sufficientemente ampi.
Fonte: IMF, *International Financial Statistics*, 2002

QUADRO 18.2 Il monetarismo e la macroeconomia attuale

All'inizio degli anni Sessanta i monetaristi iniziarono a porre seriamente in discussione le teorie macroeconomiche keynesiane, che avevano dominato la scena fin dai tempi della Grande Depressione. Molti eminenti economisti, e in primo luogo il premio Nobel Milton Friedman*, si fecero promotori di quella che è considerata la tesi fondamentale del monetarismo: la moneta è estremamente importante per il sistema macroeconomico. A distanza di oltre tre decenni, vari concetti in origine legati al monetarismo fanno ormai parte delle idee base della macroeconomia, mentre altri sono tuttora controversi. Elenchiamo qui di seguito alcuni di questi concetti, indicando il capitolo in cui se ne parla.

1. *La moneta.* La moneta è il fattore più importante (questo capitolo).
2. *Una regola monetaria.* La politica monetaria dovrebbe preferibilmente basarsi su una regola (che fissi un tasso di crescita annuo costante per la moneta) anziché sulla discrezionalità (Capitoli 16, 17).
3. *Obiettivi monetari.* È auspicabile che l'obiettivo della politica monetaria venga fissato in termini di crescita monetaria piuttosto che di tassi d'interesse (Capitolo 16).
4. *Tempi d'azione lunghi e variabili.* La politica monetaria manifesta i suoi effetti sull'economia dopo un tempo piuttosto lungo e di durata variabile (questo capitolo).

Vi sono altre due tesi dei monetaristi che devono essere citate.

5. *La naturale stabilità del settore privato.* I monetaristi sostengono che il settore privato è intrinsecamente stabile e le perturbazioni che colpiscono l'economia sono dovute, per la maggior parte, all'attuazione di politiche economiche errate da parte delle autorità pubbliche. Essi ritengono, inoltre, che sia meglio ridurre l'intervento dello Stato nell'economia e che il settore pubblico possa crescere secondo una tendenza naturale (alcuni di questi temi vengono trattati in questo capitolo).
6. *Tassi di cambio flessibili.* Negli anni Cinquanta Milton Friedman fu l'eminente sostenitore della tesi secondo cui i tassi di cambio non dovrebbero essere fissi, ma flessibili. Sebbene questa opinione non sia necessariamente monetarista (nel senso che è indipendente dall'idea che la moneta è il fattore più importante), è condivisa dalla maggior parte dei monetaristi, oltre che da numerosi altri economisti. Tutti questi studiosi ritengono che il tasso di cambio sia semplicemente uno dei tanti parametri che dovrebbero essere stabiliti liberamente dal mercato e che le autorità pubbliche probabilmente sbaglierebbero nel fissarlo (Capitolo 12).

(segue)

QUADRO 18.2 (continua)

Qual è la posizione degli economisti attuali riguardo alle questioni citate? Come ha affermato il premio Nobel Franco Modigliani del MIT, “adesso siamo tutti monetaristi”, nel senso che riteniamo che una certa offerta di moneta abbia effetti rilevanti sull'economia, che il perdurare di una rapida crescita monetaria provochi inflazione e che non si possa mantenere un basso livello d'inflazione senza tenere a freno la crescita monetaria. Sebbene altre tesi monetaristiche siano più controverse, è innegabile che il monetarismo abbia riscosso importanti successi, tra cui il fatto che nel corso degli anni Ottanta molti Paesi hanno scelto il tasso di crescita della moneta come obiettivo di politica monetaria (successo che tuttavia si è rivelato temporaneo, a causa dell'instabilità della domanda di moneta).

* Una recente rassegna delle tesi di Friedman si trova nel suo *Money Mischief* (Manovre monetarie, Garzanti, Milano 1992). Tra i più illustri monetaristi ricordiamo: Anna J. Schwartz del NBER, autrice tra l'altro insieme a Friedman del magistrale *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (*Il dollaro; storia monetaria degli Stati Uniti, 1867-1960*, Utet, Torino 1979), Karl Brunner della University of Rochester, Allan Meltzer e Bennett McCallum del Carnegie-Mellon, Phillip Cagan della Columbia University, David Laidler e Michael Parkin della University of Western Ontario, William Poole della Brown University e molti economisti di primo piano di altre nazioni.

Riepilogo: l'inflazione è un fenomeno monetario?

Se la domanda è: “L'inflazione è un fenomeno monetario *nel lungo periodo*?”, la risposta è sì. Infatti non può esistere un alto livello d'inflazione senza una rapida crescita monetaria, e una rapida crescita monetaria provoca un rapido aumento dei prezzi; inoltre, qualunque politica che tenga sotto controllo il tasso di crescita della moneta produrrà con il tempo un basso tasso d'inflazione.

18.4 L'IPERINFLAZIONE

Alla base dei tassi d'inflazione elevatissimi (del 50, del 100 o addirittura del 500% all'anno) che si registrarono verso la metà degli anni Ottanta in America Latina e in Israele c'erano senza dubbio anche ingenti deficit di bilancio, e lo stesso si può dire dei casi ancora più estremi di *iperinflazione*. **Sebbene non sia stato stabilito con precisione qual è il livello d'inflazione che distingue l'“iperinflazione” dall'“inflazione elevata”, convenzionalmente si parla di iperinflazione quando il tasso d'inflazione annuo raggiunge il 1000%.**¹⁸ Nella Tabella 18.6 sono indicati casi recenti d'inflazione molto elevata.¹⁹ Si noti che negli anni Novanta molti Paesi dell'America Latina sono riusciti a riportare il tasso d'inflazione a livelli ragionevoli; al contrario, diversi Paesi dell'ex blocco sovietico hanno registrato tassi d'inflazione altissimi.

¹⁸ Quando l'inflazione diventa molto elevata, si considera il suo tasso *mensile*, invece di quello annuo. Il peso dell'interesse composto appare evidente se si mette a confronto il tasso d'inflazione mensile con il corrispondente tasso annuo; per esempio, un tasso d'inflazione mensile del 20% corrisponde a un tasso annuo del 791%.

¹⁹ L'iperinflazione non è una novità dei giorni nostri; esistono precedenti storici di inflazione estremamente elevata. Si veda, a questo proposito, Seligman E., *Currency Inflation and Public Debts: An Historical Sketch*, Equitable Trust Company, New York 1921. Ci fu un'ondata inflazionistica negli anni Venti, in particolare in Austria, Ungheria, Germania e Polonia, e poi ancora negli anni Quaranta. Il caso più famoso di iperinflazione è quello della Germania negli anni Venti; si veda Webb S., *Hyperinflation and Stabilization in Weimar Germany*, Oxford University Press, Oxford 1989.

Tabella 18.6

Casi recenti
di inflazione
elevata
(percentuali annue)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Argentina	672	90	131	343	3080	2314	172	25	11	4	3	0	1	1	-1	-1	-1
Bolivia	11 750	276	15	16	15	17	21	12	9	8	10	12	5	8	2	5	2
Brasile	226	145	230	682	1287	2948	433	952	1928	2076	66	16	7	3	5	7	7
Repubblica Ceca	—	—	—	—	—	—	—	—	210	232	253	9	10	11	—	—	—
Israele	305	48	20	16	20	17	19	12	11	12	10	11	9	5	5	1	1
Messico	58	86	132	114	20	27	23	16	10	7	35	34	21	16	17	10	6
Nicaragua	219	681	912	10205	4770	7485	2945	24	20	7	11	12	9	13	11	—	—
Perù	163	78	86	667	3399	7482	410	74	49	24	11	12	9	7	3	4	2
Romania	—	—	—	—	—	—	231	211	255	137	32	39	155	59	46	46	34
Russia	—	—	—	—	—	—	—	—	875	308	197	48	15	28	86	21	21
Ucraina	—	—	—	—	—	—	—	—	4735	891	377	80	16	11	23	—	—

Fonte: IMF, International Financial Statistics, 2002

In un Paese afflitto da iperinflazione, questo problema diventa così pervasivo da dominare completamente la vita economica quotidiana. La popolazione impiega una quantità considerevole di risorse per minimizzare i danni prodotti dall'inflazione: si deve andare spesso a fare acquisti, per arrivare nei negozi prima che i prezzi salgano ulteriormente; la principale preoccupazione di chi vuole risparmiare o investire è quella di proteggere i propri soldi dall'inflazione; il pubblico riduce notevolmente i saldi monetari reali per evitare l'imposta da inflazione, ma in compenso deve recarsi più spesso in banca (una o più volte al giorno invece che una volta alla settimana, per esempio) per prelevare contanti. Anche i salari vengono pagati con notevole frequenza: verso la fine del periodo di iperinflazione in Germania, addirittura diverse volte al giorno.

È difficile credere che un sistema possa continuare a funzionare a lungo con un'inflazione pari a diverse centinaia di punti percentuali all'anno: prima o poi dovrà stabilizzare il livello dei prezzi, perché l'economia diventerà ingovernabile. Nel 1985 sia Israele che la Bolivia (Quadro 18.3) riuscirono nell'impresa di abbassare il tasso d'inflazione; tuttavia sembra che queste esperienze non impediscano ad altri Paesi di cadere nella trappola dell'iperinflazione.²⁰

²⁰ I casi più classici di iperinflazione si sono verificati al termine di una guerra o in seguito al disfacimento di un impero. L'iperinflazione più famosa (ma non la più rapida) fu quella tedesca del 1922-1923; il tasso d'inflazione medio durante questo periodo fu del 322% al mese e toccò il livello massimo nell'ottobre del 1923, poco prima della fine dell'iperinflazione, quando i prezzi aumentarono del 29000%. Ragionando in euro, ciò significa che un bene che costava 1 euro all'inizio del mese sarebbe costato 290 euro alla fine. L'iperinflazione più rapida fu quella che si verificò in Ungheria alla fine della Seconda Guerra Mondiale: il tasso d'inflazione medio dall'agosto 1945 al luglio 1946 fu pari al 19 800% al mese e il tasso d'inflazione mensile massimo, raggiunto nel luglio 1946, sembra fosse pari al $41,9 \times 10^{15}\%$. I dati sono tratti da Cagan P., "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", in Friedman M. (a cura di), *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago 1956; questo saggio, diventato ormai un classico, contiene i dati relativi a sette casi di iperinflazione. Per ulteriori informazioni storiche, si veda Capie F.H. (a cura di), *Major Inflation in History*, Edgar Elger, Brookfield a cura di VT 1991.

Keynes, in una magistrale descrizione dell'iperinflazione che si verificò in Austria al termine della Prima Guerra Mondiale, racconta che la popolazione aveva preso l'abitudine di ordinare due birre alla volta, perché comunque, nel tempo necessario a bere la prima, la qualità della birra si riduceva a una velocità minore di quanto non aumentasse il prezzo. (Si veda Keynes J.M., *A Tract on Monetary Reform*, Macmillan, New York 1923, che rimane a tutt'oggi uno dei testi più accessibili sull'inflazione.) Si racconta anche di una donna che portava il suo denaro (quasi del tutto privo di valore) in un cesto e, dopo averlo posato per un momento, scoprì che le avevano rubato il cesto ma avevano lasciato il denaro.

QUADRO 18.3 L'iperinflazione e la stabilizzazione in Bolivia

Negli anni Venti l'Europa conobbe l'iperinflazione (un importante articolo di Thomas Sargent* fornisce un resoconto di quell'esperienza). Nel corso degli anni Ottanta lo stesso fenomeno si è manifestato in America Latina. Come si può vedere dalla Figura 1, nel 1985 in Bolivia si verificò un'iperinflazione a tutti gli effetti; al suo apice, verso la metà del 1985, il tasso d'inflazione, in termini annui, raggiunse il 35 000%!

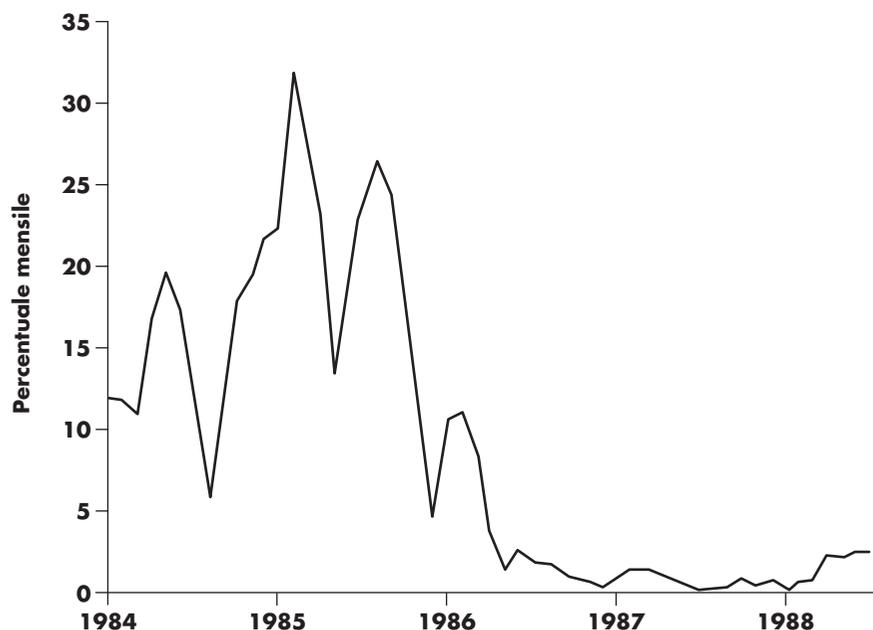
Le principali cause dell'iperinflazione boliviana furono tre. Innanzitutto, nel corso degli anni Settanta la Bolivia, come altri Paesi dell'America Latina, aveva contratto un enorme debito estero. Quando all'inizio degli anni Ottanta si verificò un aumento dei tassi d'interesse sui mercati mondiali, il Paese non fu più in grado di ricorrere a nuovi prestiti per pagare gli interessi sui prestiti ottenuti precedentemente. Non disponendo di sufficienti risorse di bilancio per far fronte ai suoi impegni, la Bolivia fece dunque ampio ricorso alla creazione di moneta. In secondo luogo, i prezzi delle merci, e in particolare dello stagno, diminuirono bruscamente. Per la Bolivia ciò comportò un forte calo del reddito reale e delle entrate dello Stato. In terzo luogo, la notevole instabilità politica causò una fuga di capitale. La combinazione di questi fattori mise in moto una spirale inflazionistica che provocò un progressivo deprezzamento della valuta e un divario sempre maggiore tra le uscite e le entrate pubbliche. Il gettito fiscale si ridusse in poco tempo a meno della metà, come risulta dalla Tabella 1.

Tra il 1984 e il 1985 il governo avrebbe voluto finanziare un deficit pari a circa il 25% del PNL mediante la creazione di moneta, ma nel frattempo la domanda di saldi monetari era scesa a un livello bassissimo a causa dell'iperinflazione. Per finanziare il crescente disavanzo di bilancio era necessario un tasso d'inflazione sempre più elevato.

Tra agosto e settembre del 1985 fu costituito un nuovo governo che, nel giro di breve tempo, impose un drastico piano di stabilizzazione. Interrompendo il ricorso al debito estero e aumentando le imposte, il nuovo governo riportò sotto controllo il deficit di bilancio; la creazione di moneta venne limitata rispetto ai livelli estremi raggiunti negli anni precedenti e fu stabilizzato il tasso di cambio. Entro sei mesi il tasso d'inflazione scese al di sotto del

Figura 1
L'iperinflazione
in Bolivia,
1984-1988

(Fonte: Banco
Central de
Bolivia.)



(segue)

QUADRO 18.3 (continua)**Tabella 1**
L'iperinflazio
ne in Bolivia

	1980-1983	1984	1985	1986
Disavanzo di bilancio*	11,9	26,5	10,8	3,6
Gettito fiscale†	6,7	2,6	3,1	6,6
Inflazione	123,0	1282,0	11 750,0	276,0

* In percentuale rispetto al PIL.

† Percentuale annua.

Fonti: World Bank, Banco Central de Bolivia

50%. Inoltre, poiché si continuò a ridurre il disavanzo di bilancio, la disinflazione proseguì, tanto che nel 1989 il tasso d'inflazione annuo era inferiore al 10%.

Il caso della Bolivia è un buon esempio di come una decisa svolta verso il risanamento del bilancio sia in grado di porre fine a una grave inflazione[†]. Tuttavia non bisogna farsi illusioni riguardo ai costi di una simile operazione: a causa dell'austerità (e dei prezzi molto bassi dei beni di esportazione), nel 1989 in Bolivia il reddito pro capite era inferiore del 35% rispetto a dieci anni prima, quando aveva raggiunto il suo massimo. L'inflazione era di nuovo sotto controllo, ma la fiducia non era sufficiente a riportare il tasso di crescita a un livello significativo.

Se la Bolivia era riuscita a stabilizzare il livello dei prezzi, l'inflazione stava esplodendo in diversi altri Paesi dell'America Latina. Per questi Paesi era importante capire se ricorrendo a programmi eterodossi, che unissero alla cura ortodossa dell'austerità fiscale politiche di controllo dei salari e dei prezzi, sarebbe stato possibile attenuare i costi della stabilizzazione. I tentativi di stabilizzazione compiuti a più riprese dall'Argentina e dal Brasile tra il 1985 e il 1989 si basavano molto sul controllo dei prezzi e dei salari e troppo poco sulla politica fiscale restrittiva: com'era prevedibile, non ebbero successo[‡].

* Si veda Sargent T., "The End of Four Big Inflation", in Hall R. (a cura di), *Inflation*, University of Chicago Press, Chicago 1982.† Si vedano: Morales J.A., "Inflation Stabilization in Bolivia", in Bruno M. et al. (a cura di), *Inflation Stabilization*, MIT Press, Cambridge, MA 1988; Sachs J., "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization", *American Economic Review*, maggio 1987.‡ Si vedano: Helpman E., Leiderman L., "Stabilization in High Inflation Countries: Analytical Foundations of Recent Experience", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n. 28, 1988; Kiguel M., Liviatan N., "Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons from Latin America", *The World Bank Economic Review*, 3, 1988; Blejer M., Liviatan N., "Fighting Hyperinflation", *IMF Staff Papers*, settembre 1987; Bruno M. et al. (a cura di), *Lessons from Stabilization and Its Aftermath*, MIT Press, Cambridge, MA 1991.

Anche se, dal 1947, i casi reali di iperinflazione sono stati rari, non sono invece mancati esempi di tassi di inflazione pari al 100% annuo (negativi quanto basta!). Tali livelli elevati di inflazione sono spesso associati con forti disavanzi di bilancio.²¹

Disavanzi di bilancio e iperinflazione

La causa diretta dell'iperinflazione è sempre la crescita massiccia dell'offerta monetaria. D'altronde, è anche vero che le economie che hanno sperimentato l'iperinflazione erano tutte caratterizzate da gravi deficit di bilancio. In molti casi all'origine del disa-

²¹ Fischer S., Sahay R., Vegh C.A., "Modern Hyper- and High Inflation", *Journal of Economic Literature*, settembre 2002.

vanzo c'erano spese di guerra, che avevano generato un ingente debito pubblico e distrutto il sistema di prelievo fiscale del Paese.

Esiste un'interazione reciproca tra disavanzi di bilancio e inflazione: forti deficit di bilancio possono provocare una rapida crescita dei prezzi, in quanto inducono i governi a stampare moneta per finanziarsi; a sua volta, un alto livello d'inflazione fa aumentare l'entità del disavanzo.

Sono due i meccanismi principali attraverso cui l'inflazione accresce i disavanzi di bilancio: il sistema di prelievo fiscale e l'aumento degli interessi nominali sul debito pubblico.

Man mano che il tasso d'inflazione aumenta, il gettito fiscale reale diminuisce. Ciò è dovuto al fatto che le imposte vengono calcolate e riscosse in ritardo, rispetto al momento in cui il reddito viene percepito. Per citare un esempio limite, supponiamo che il 15 aprile si debbano pagare le imposte sul reddito percepito nel corso dell'anno precedente. Immaginiamo un individuo che l'anno scorso abbia guadagnato 50 000 dollari e il 15 aprile di quest'anno debba pagare 10 000 dollari di imposte. Se nel frattempo i prezzi sono aumentati di dieci volte, come può avvenire in caso di iperinflazione, il valore reale delle imposte sarà pari a un decimo di quello che dovrebbe essere. Stando così le cose, il deficit pubblico può presto divenire incontrollabile.²²

Al disavanzo di bilancio contribuiscono anche gli interessi sul debito pubblico. Poiché il tasso d'interesse nominale tende a salire quando l'inflazione aumenta, una crescita dell'inflazione in genere fa aumentare gli interessi *nominali* che lo Stato deve versare e quindi anche l'entità del suo disavanzo di bilancio. Di conseguenza, nei Paesi con un alto livello d'inflazione viene spesso calcolato il *disavanzo corretto per l'inflazione*:

$$\text{disavanzo corretto per l'inflazione} = \text{disavanzo totale} - (\text{tasso d'inflazione} \times \text{debito pubblico}) \quad (4)$$

La correzione per l'inflazione elimina la quota di pagamenti per interessi sul debito pubblico direttamente attribuibile all'inflazione e offre un'idea più precisa di quale sarebbe la situazione di bilancio se il tasso d'inflazione fosse molto basso.

Come finisce un'iperinflazione

Le iperinflazioni non durano mai molto a lungo: lo sconvolgimento dell'economia diventa troppo pesante da sopportare per i cittadini e il governo trova il modo di riequilibrare il bilancio pubblico. Spesso viene introdotta una nuova moneta e viene riformato il sistema fiscale; in molti casi, inoltre, il tasso di cambio della nuova moneta viene agganciato a quello di una valuta straniera, al fine di stabilizzare i prezzi e le aspettative; di frequente, prima che l'opera di stabilizzazione abbia successo, vengono intrapresi diversi tentativi che poi falliscono.

La presenza di tanti fattori destabilizzanti durante un periodo di forte inflazione, e in particolare il crollo del sistema fiscale, insieme al profondo scompiglio in cui si trova l'economia, fanno intravedere una possibilità davvero allettante: un'azione coordinata che riesca a frenare l'inflazione a un costo relativamente basso in termini di disoccupazione.

²² Questo impatto dell'inflazione sul valore reale del gettito fiscale è noto come *effetto Tanzi-Olivera*, dal nome dei due economisti che, indipendentemente l'uno dall'altro, lo hanno documentato: Vito Tanzi del Fondo Monetario Internazionale e Julio Olivera dell'Università di Buenos Aires.

Il cosiddetto *approccio eterodosso* alla stabilizzazione prevede che la politica monetaria, quella fiscale e quella dei tassi di cambio vengano impiegate insieme alla politica dei redditi. Questo approccio fu utilizzato in Argentina e in Israele nel 1985 e in Brasile nel 1986. I governi di quei Paesi congelarono prezzi e salari e, così facendo, frenarono di colpo l'inflazione.

La stabilizzazione ebbe successo in Israele, mentre fallì in Argentina e Brasile. Come osservato precedentemente, il diverso esito fu dovuto alla politica fiscale: Israele corresse il deficit fiscale, mentre gli altri due Paesi non lo fecero. Le politiche di controllo dei prezzi e dei salari non sono in grado da sole di tenere a freno l'inflazione, se la politica fiscale e quella monetaria non sono compatibili con un basso livello d'inflazione.²³

Inflazione, iperinflazione e credibilità

L'inflazione è determinata dai fondamentali – spostamenti della domanda aggregata in relazione all'offerta aggregata. Nei casi di iperinflazione la crescita monetaria domina tutti gli altri fondamentali, ma anche le aspettative del pubblico sul futuro hanno un ruolo. La convinzione che la politica economica è cambiata, di per sé, ridurrà il tasso d'inflazione atteso e di conseguenza farà spostare verso il basso la curva di Phillips di breve periodo; una politica credibile beneficia quindi di un *premio di credibilità* nella lotta contro l'inflazione.

Negli Stati Uniti, per tutta la durata della disinflazione che ebbe inizio nell'ottobre del 1979 con il nuovo orientamento della Federal Reserve, si attribuì grande importanza al fattore credibilità. Alcuni sostenitori della teoria delle aspettative razionali sostenevano addirittura che, se si fosse riusciti a rendere credibile questa politica, sarebbe stato possibile ridurre l'inflazione senza provocare affatto una recessione.²⁴

L'argomentazione proposta era la seguente. La curva di offerta aggregata adattata alle aspettative d'inflazione è:

$$\pi = \pi^e + \lambda(Y - Y^*) \quad (5)$$

Se la politica monetaria è credibile, gli individui adeguano le proprie aspettative d'inflazione non appena viene ridotto il tasso di crescita della moneta e, di conseguenza, la curva di offerta aggregata di breve periodo si sposta immediatamente verso il basso. Pertanto, se la politica è credibile e le aspettative sono razionali, il sistema economico può muoversi subito verso un nuovo punto di equilibrio di lungo periodo quando viene cambiata la politica economica. **In altre parole, se la politica è credibile, π può essere ridotto facendo diminuire π^e e senza subire le conseguenze di un forte calo di $(Y - Y^*)$.**

²³ Vale la pena di soffermarsi su un ulteriore aspetto del processo di stabilizzazione: *al termine di una stabilizzazione il tasso di crescita della moneta è molto elevato*. Come mai? Perché il pubblico si aspetta un calo dell'inflazione, cosicché i tassi d'interesse nominali diminuiscono e la domanda di saldi monetari reali aumenta. Dato l'aumento della domanda di moneta in termini reali, lo Stato può coniare nuova moneta senza alimentare l'inflazione. Quindi, una volta adottata un'efficace politica di stabilizzazione, lo Stato può finanziare temporaneamente parte del proprio disavanzo creando moneta, senza riaccendere l'inflazione, ma naturalmente ciò non può durare troppo a lungo.

²⁴ Si vedano Fender J., *Inflation*, University of Michigan Press, Ann Arbor 1990; Croushore D., "What Are the Costs of Disinflation?", *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, maggio-giugno 1992. Per una prospettiva sulla credibilità sia dal punto di vista delle Banche Centrali sia da quello dei macroeconomisti, vedi Blinder A.S., "Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?" *NBER working paper*, N. W7161, giugno 1999.

QUADRO 18.4 La scuola delle aspettative razionali, il monetarismo e l'iperinflazione

La *scuola delle aspettative razionali* condivide molte delle opinioni dei monetaristi, tra cui la preferenza per le regole di politica monetaria e l'idea che in genere l'intervento pubblico non fa che peggiorare la situazione. In effetti, molti dei principali esponenti della scuola delle aspettative razionali sono stati allievi di Friedman; qualcuno, per esempio Robert Lucas, lo ha avuto come professore alla University of Chicago; altri, tra i quali Robert Barro e Thomas Sargent, hanno studiato le sue opere mentre si specializzavano presso altre università. Ecco alcune delle principali tesi della scuola delle aspettative razionali:

1. l'approccio dell'equilibrio con aspettative razionali alla curva di Phillips (Capitolo 19);
2. la teoria secondo cui le aspettative sono razionali (Capitoli 6 e 19);
3. l'importanza attribuita alla credibilità di coloro che formulano la politica economica (questo capitolo);
4. la preferenza per le regole, piuttosto che per la politica economica discrezionale (questo capitolo)

La maggior parte di queste idee rappresenta un'evoluzione delle tesi monetariste; tuttavia il monetarismo e la scuola delle aspettative razionali sono in disaccordo su un punto fondamentale. Se da un lato i monetaristi, come i keynesiani, ritengono che i tempi di reazione dell'economia alle perturbazioni e ai cambiamenti di politica economica siano lunghi e variabili e ammettono che i mercati possono non essere in equilibrio, gli esponenti della scuola delle aspettative razionali sono convinti che i mercati raggiungano rapidamente l'equilibrio. (I monetaristi pensano che la politica monetaria abbia effetti reali per un periodo variabile da qualche trimestre o qualche anno, mentre i teorici delle aspettative razionali non sono dello stesso parere.) Noi, come la maggior parte degli economisti, non condividiamo la tesi secondo cui i mercati raggiungono immediatamente l'equilibrio; tuttavia, l'ipotesi che le aspettative degli individui siano razionali è ampiamente accettata, così come lo è l'idea che la *credibilità* dei responsabili della politica economica sia molto importante.

La teoria delle aspettative razionali cominciò a influenzare la macroeconomia all'inizio degli anni Settanta, ma il saggio più importante per il dibattito sulla politica macroeconomica fu quello di Thomas Sargent intitolato "The Ends of Four Big Inflation"*. In questo articolo, scritto in un periodo in cui gli Stati Uniti avevano un tasso d'inflazione a due cifre, Sargent sosteneva che i più gravi episodi di iperinflazione verificatisi in Europa erano terminati rapidamente e a un costo limitato in termini di perdita di prodotto, grazie a una riforma credibile della politica fiscale e di quella monetaria. L'articolo lasciava implicitamente intendere che gli Stati Uniti avrebbero potuto fare la stessa cosa.

Coloro che non condividevano questo punto di vista affermarono che una cosa era porre fine a un'iperinflazione in un sistema economico ormai al collasso, un'altra era ridurre un tasso d'inflazione di poco superiore al 10%. In ogni caso gli Stati Uniti riuscirono a far scendere l'inflazione solo dopo la grave recessione del 1981-1982, e ulteriori ricerche hanno dimostrato che anche la fine delle iperinflazioni europee non fu indolore†.

L'esperienza suggerisce che la credibilità è difficile da guadagnare e conservare, e che quando si valutano gli effetti dei cambiamenti della politica economica bisogna tener conto della struttura dei contratti già esistenti all'interno del sistema economico. Quindi, pur giudicando che la credibilità sia un aspetto importante nella formulazione delle politiche economiche, pensiamo che il suo ruolo sia stato esagerato dai teorici delle aspettative razionali e guardiamo con sospetto ai casi in cui la credibilità è il principale argomento a favore dell'attuazione di una politica economica che da altri punti di vista ha poco senso.

* In Hall R.E. (a cura di), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press, Chicago 1982. Per una visione d'insieme delle iperinflazioni del Ventesimo secolo, si veda Siklos P. (a cura di), *Great Inflation of the 20th Century*, Edgar Elger, Brookfield VT 1995, in particolare l'articolo di Vegh C., "Stopping High Inflation".

† Si veda Wicker E., "Terminating Hyperinflation in the Dismembered Habsburg Monarchy", *American Economic Review*, giugno 1986; si vedano anche i saggi sulle grandi inflazioni moderne in Bruno M. et al. (a cura di), *Lessons of Economic Stabilization and its Aftermath*, MIT Press, Cambridge, MA 1991.

L'esperienza degli Stati Uniti all'inizio degli anni Ottanta (quando si verificò la peggiore recessione dai tempi della Grande Depressione) mise in dubbio la validità di quella previsione ottimistica; ancor più essa fu oggetto di seri dubbi in seguito alle vicende della Gran Bretagna nello stesso periodo: qui il governo Thatcher stava attuando una ferma politica antinflazionistica, ma il tasso di disoccupazione raggiunse in ogni caso il 13%.

Sono due i possibili motivi per cui l'argomento della credibilità e delle aspettative razionali non regge. Innanzitutto la credibilità può essere obiettivamente molto difficile da ottenere; in secondo luogo, in qualsiasi momento esiste nel sistema economico un gran numero di contratti stipulati in precedenza, che riflettono le aspettative passate e la cui rinegoziazione richiede tempo. Quindi, a causa dell'*inerzia inflazionistica*, è poco probabile che sistemi economici che hanno avuto un tasso d'inflazione compreso tra il 10 e il 20% riescano a tornare rapidamente a un basso livello d'inflazione.

È più facile ridurre l'inflazione quando non esistono contratti a lungo termine che riflettono il tasso d'inflazione corrente (prevedendo, per esempio, consistenti aumenti salariali per gli anni successivi). I contratti di questo tipo saranno rari se il tasso d'inflazione è elevato o, addirittura, se si è in periodo di iperinflazione; in queste situazioni le parti contraenti non vorranno sottoscrivere accordi in termini nominali, perché ciò significherebbe scommettere sull'andamento futuro del livello dei prezzi. I contratti a lungo termine pertanto scompariranno, mentre prezzi e salari verranno aggiornati frequentemente. In una circostanza del genere una politica credibile avrebbe un effetto rapido, viceversa tale effetto non sarebbe probabile in un sistema economico in cui la struttura contrattuale non è ancora stata distrutta da un'inflazione molto elevata.

Rimane comunque vero che, indipendentemente dalla struttura dei contratti, una politica disinflazionistica avrà tanto più successo quanto più sarà credibile.

La disinflazione e il costo del rientro

La riduzione dell'inflazione comporta quasi sempre una recessione, ma qual è esattamente il costo di una disinflazione? Quanto prodotto si perde utilizzando l'una o l'altra politica disinflazionistica, vale a dire il gradualismo piuttosto che la strategia della doccia fredda? Parlando dei costi della disinflazione si fa ampio uso del concetto di *costo relativo del rientro*²⁵, espressione con la quale s'intende **il rapporto tra la perdita complessiva di PIL in termini percentuali (in seguito all'attuazione di una politica disinflazionistica) e il calo del tasso d'inflazione che si riesce a raggiungere.**

Supponiamo che con una politica disinflazionistica si riduca il tasso d'inflazione dal 10 al 4% in tre anni, ottenendo un prodotto inferiore del 10% rispetto a quello potenziale il primo anno, dell'8% il secondo anno e del 6% il terzo anno. La perdita complessiva di PIL è pari al 24% (= 10 + 8 + 6), il calo del tasso d'inflazione è pari al 6% (= 10 - 4) e quindi il costo relativo del rientro è 4.

Prima della disinflazione attuata negli Stati Uniti negli anni Ottanta, gli economisti avevano tentato di valutare il costo relativo del rientro dall'inflazione, e le stime variavano tra il 5 e il 10. La politica inflazionistica attuata da Reagan e Volcker e la conseguente recessione furono traumatiche in termini di disoccupazione, ma riuscirono ad abbassare l'inflazione. Laurence Ball ha calcolato che il costo relativo del rientro fu 1,83, cioè di molto inferiore alle stime allora esistenti.²⁶ Il basso valore del

²⁵ Di costo relativo del rientro si parla anche nel Capitolo 7.

²⁶ Ball L., "How Costly Is Disinflation? The Historical Evidence", *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, novembre-dicembre 1993.

costo del rientro induce a credere che il sistema economico beneficiò della credibilità del presidente della Fed e del presidente degli Stati Uniti come paladini della lotta all'inflazione.

La credibilità fa sempre la sua parte nel bloccare l'iperinflazione. I gesti simbolici possono dare il loro contributo; spesso, per esempio, gli Stati ribattezzano le loro monete e cambiano i disegni sulle banconote. Di solito sono necessarie iniziative più tangibili. Spesso i governi devono ridurre drasticamente la spesa; la cosa può essere particolarmente dolorosa nei Paesi poveri se vengono tagliati i sussidi alimentari. Talvolta i governi agganciano i loro tassi di cambio a un'altra valuta, più stabile (per esempio il dollaro americano) e, in alcuni casi, assumono persino il controllo del processo dell'offerta di moneta per garantire di non voler riprendere a stampare moneta in modo sconsiderato.

18.5 DISAVANZI DI BILANCIO, CRESCITA MONETARIA E IMPOSTA DA INFLAZIONE

Abbiamo visto che un aumento permanente del tasso di crescita della moneta si traduce con il tempo in un aumento dell'inflazione, ma resta da chiarire da cosa dipenda il tasso di crescita della moneta. Una tesi piuttosto diffusa è quella secondo cui la crescita monetaria è una conseguenza dei disavanzi di bilancio pubblico; in questo paragrafo prenderemo in esame diverse possibili relazioni tra deficit di bilancio e inflazione sia in fasi di normalità sia in situazioni di iperinflazione.

Il vincolo di bilancio del settore pubblico

Il settore pubblico può finanziare il proprio disavanzo di bilancio in due modi: emettendo titoli o “stampando moneta”. **La Banca Centrale “stampa moneta” quando accresce la base monetaria, di solito mediante operazioni sul mercato aperto con le quali acquista titoli emessi dal Tesoro.**

Il vincolo di bilancio del settore pubblico è:

$$\text{disavanzo di bilancio} = \text{emissione di titoli} + \text{aumento della base monetaria} \quad (6)$$

I possibili legami tra disavanzi di bilancio e crescita della moneta sono due. Innanzitutto, nel breve periodo, un aumento del disavanzo dovuto a una politica fiscale espansiva tenderà a far salire i tassi d'interesse nominali e reali. Se la Banca Centrale si è posta determinati obiettivi per quanto riguarda i tassi d'interesse, per impedirne l'aumento potrebbe far crescere più rapidamente lo stock di moneta. In secondo luogo, può darsi che il governo accresca liberamente tale stock di moneta al fine di incrementare le entrate dello Stato nel lungo periodo.

Esamineremo dapprima il legame di breve periodo tra moneta e disavanzi di bilancio, che dipende dalla politica della Banca Centrale, e in seguito la creazione di moneta per finanziare il bilancio pubblico. Infine collegheremo il breve periodo con il lungo periodo.

Il dilemma della Banca Centrale

Si dice che la Banca Centrale *monetizza* il disavanzo pubblico ogni qual volta acquista una parte dei titoli emessi dal Tesoro per finanziare il disavanzo di bilan-

cio. (Negli Stati Uniti le autorità monetarie sono indipendenti dal Tesoro e quindi possono scegliere se monetizzare il deficit pubblico oppure no.²⁷)

Nel momento in cui deve stabilire se monetizzare o meno un disavanzo, la Banca Centrale si trova di fronte a un dilemma. Se decide di non finanziare il deficit pubblico, l'espansione fiscale, non essendo accompagnata da una politica monetaria accomodante, farà salire i tassi d'interesse e quindi spiazzerà la spesa privata. Di conseguenza la Banca Centrale potrebbe essere tentata di evitare lo spiazzamento acquistando titoli; in questo modo accrescerebbe l'offerta di moneta e consentirebbe un'espansione del reddito senza un aumento dei tassi d'interesse.

Tuttavia questa politica accomodante, o di *monetizzazione*, comporta un rischio: se l'economia è vicina alla condizione di pieno impiego, alimenta l'inflazione. Se, invece, l'economia attraversa un periodo di grave recessione non si dovrebbe avere alcun timore ad assecondare un'espansione fiscale con un incremento del tasso di crescita della moneta.

La Banca Centrale deve valutare caso per caso se sia meglio adottare una politica monetaria accomodante oppure lasciare invariati i propri obiettivi monetari, o addirittura controbilanciare un'espansione fiscale con una politica monetaria restrittiva.

La realtà statunitense

Numerosi studi relativi agli Stati Uniti hanno cercato di stabilire come effettivamente si comporti la Federal Reserve di fronte ai disavanzi del bilancio pubblico. Ci si è chiesti se esista un legame sistematico tra politica monetaria e saldo del bilancio pubblico e, in particolare, se la Federal Reserve acceleri la crescita monetaria quando il disavanzo di bilancio aumenta.

La Figura 18.2 riporta un diagramma a dispersione che indica la variazione del tasso di crescita della base monetaria negli Stati Uniti in funzione della variazione del deficit di bilancio (espressa in percentuale rispetto al PIL).²⁸ Dalla figura non emerge alcuna tendenza all'accomodamento. Studi empirici più complessi evidenziano invece che la Federal Reserve tende ad adottare politiche monetarie accomodanti, monetizzando almeno in parte i disavanzi di bilancio. Tuttavia i risultati di queste analisi non sono decisivi, perché è difficile stabilire se la politica della Fed rappresenti una reazione al deficit pubblico o ad altre variabili macroeconomiche, in particolare alla disoccupazione e al tasso d'inflazione.²⁹

L'imposta da inflazione

Discutendo della monetizzazione del deficit pubblico negli Stati Uniti, non ci siamo soffermati sul fatto che finanziare la spesa pubblica mediante la creazione di base moneta-

²⁷ In altri Paesi l'indipendenza della Banca Centrale è molto minore; per esempio essa può essere controllata dal Tesoro che, in questo caso, si limita a ordinarle di finanziare, completamente o in parte, il disavanzo mediante la creazione di moneta ad alto potenziale. È interessante rilevare che gli accordi di Maastricht proibiscono severamente alla nuova Banca Centrale Europea di finanziare i disavanzi di bilancio pubblico.

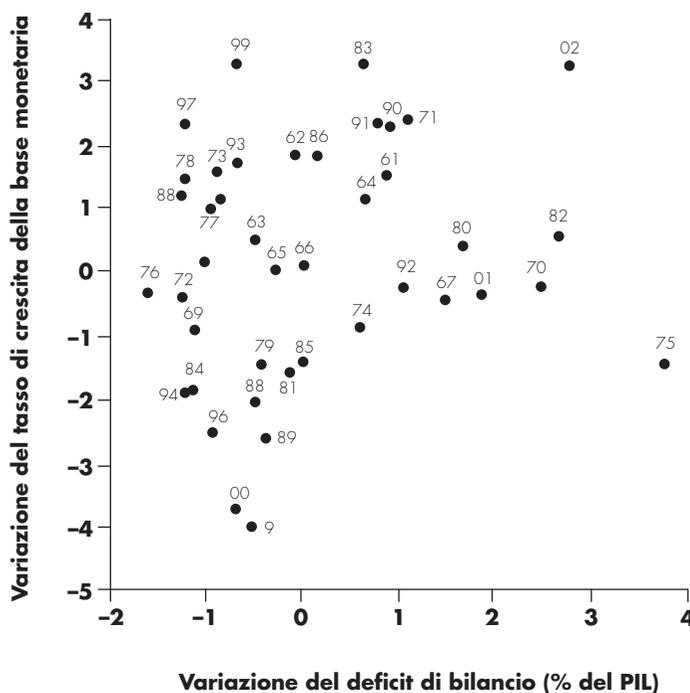
²⁸ L'aggregato che ci interessa in questo caso è la base monetaria, perché il disavanzo di bilancio pubblico può essere finanziato mediante la vendita di titoli oppure mediante la creazione di moneta ad alto potenziale (o base monetaria).

²⁹ Si vedano Blinder A., "On the Monetization of Deficits", in Meyer L., *The Economic Consequences of Government Deficits*, Kluwer-Hijhoff, Norwell MA 1983; Dwyer G., "Federal Deficits, Interest Rates and Monetary Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, novembre 1985; Joines D., "Deficits and Money Growth in the United States: 1872-1983", *Journal of Monetary Economics*, novembre 1985.

Figura 18.2

Variazioni della crescita monetaria e del disavanzo di bilancio negli Stati Uniti, 1960-2002. La variazione del deficit di bilancio è espressa in percentuale rispetto al PIL.

(Fonti: Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve Economic Data.)



ria non è altro che un'alternativa alla tassazione vera e propria. Per gli Stati Uniti e per la maggior parte dei Paesi industrializzati la creazione di moneta ad alto potenziale è una fonte di entrate pubbliche piuttosto trascurabile, ma altri Stati si procurano una notevole quantità di risorse, anno dopo anno, stampando moneta, cioè aumentando la base monetaria. A proposito di questa fonte di entrate pubbliche si parla talvolta di **signoraggio**, termine che sta a indicare la possibilità del governo di accrescere le proprie risorse grazie al diritto di stampare moneta.

Quando lo Stato finanzia il disavanzo del bilancio pubblico mediante la creazione di moneta, in sostanza continua a stampare moneta, periodo dopo periodo, utilizzandola per pagare i beni e i servizi che acquista. Questa moneta passa nelle mani dei cittadini, ma in proposito viene da chiedersi: perché mai i cittadini dovrebbero decidere di detenere una quantità nominale di moneta sempre maggiore periodo dopo periodo?

L'unica ragione per cui potrebbero farlo, a parte la crescita del reddito reale, è il desiderio di compensare gli effetti dell'inflazione. Ipotizzando che non si verifichi alcuna crescita del reddito reale, nel lungo periodo i cittadini vorranno detenere una quantità *reale* di moneta costante. Tuttavia, se i prezzi aumentano, il potere d'acquisto di una determinata quantità *nominale* di moneta diminuisce; per mantenere invariato il valore reale dei saldi monetari, i cittadini quindi dovranno accrescere il proprio stock nominale di moneta a un tasso che compensi esattamente gli effetti dell'inflazione, e a questo scopo dovranno utilizzare una parte del proprio reddito.

Supponiamo, per esempio, che una persona debba aggiungere 300 dollari a un deposito bancario per mantenere invariato il valore reale del suo patrimonio; tale somma non potrà essere spesa. Potrebbe sembrare che quella persona abbia risparmiato 300 dolla-

QUADRO 18.5 Saldi monetari reali e inflazione**Un aumento permanente del tasso di crescita della moneta e del tasso d'inflazione finisce con il determinare un calo dello stock reale di moneta.**

Ecco un risultato molto importante, che può lasciare un po' perplessi: un incremento del tasso di crescita della moneta nominale nel lungo periodo fa diminuire lo stock reale di moneta; viceversa, un calo del tasso di crescita della moneta nominale nel lungo periodo fa crescere lo stock reale di moneta. Ciò avviene perché un aumento dell'inflazione fa salire il tasso d'interesse nominale e, quindi, anche il costo opportunità di detenere moneta; di conseguenza coloro che detengono moneta ridurranno i propri saldi monetari reali.

La riduzione dei saldi monetari reali è una tappa importante del processo di aggiustamento che segue un incremento del tasso di crescita della moneta; essa implica che, **durante il periodo di aggiustamento, in media i prezzi devono crescere più rapidamente della moneta**; ne consegue un aumento dell'inflazione nel lungo periodo e, quindi, un incremento dei tassi d'interesse che, a sua volta, determina una diminuzione dei saldi monetari reali, \bar{M}/P . Affinché \bar{M}/P diminuisca, per un certo tempo P deve aumentare più velocemente di \bar{M} ; durante questa fase si ha un tasso d'inflazione più elevato rispetto a quello di lungo periodo. Dai dati empirici risulta che, durante la fase di transizione, l'inflazione aggiuntiva può essere abbastanza elevata.

ri, aggiungendoli allo stock di moneta, ma in realtà non ha fatto altro che impedire che la sua ricchezza diminuisse per effetto dell'inflazione.

L'inflazione ha esattamente gli stessi effetti di un'imposta, perché i cittadini sono costretti a spendere una quota minore del proprio reddito e a versare la differenza allo Stato, in cambio di ulteriore moneta.³⁰ Come risultato, il settore pubblico ha più risorse da spendere e i cittadini ne hanno di meno, esattamente come se lo Stato avesse introdotto una nuova imposta per finanziare la spesa pubblica. **Quando lo Stato finanzia il suo disavanzo di bilancio stampando moneta, che i cittadini aggiungono ai propri saldi monetari nominali per mantenere invariato il valore reale, si dice che esso si finanzia attraverso l'imposta da inflazione.**³¹

Qual è l'ammontare delle entrate che il settore pubblico riesce a ottenere grazie all'imposta da inflazione? Il gettito dell'imposta da inflazione si calcola moltiplicando l'aliquota d'imposta (cioè il tasso d'inflazione) per l'imponibile (vale a dire la base monetaria reale):

$$\text{gettito dell'imposta da inflazione} = \text{tasso d'inflazione} \times \text{base monetaria reale} \quad (7)$$

La Tabella 18.7 riporta i dati relativi all'imposta da inflazione nei Paesi dell'America Latina per il periodo 1983-1988:³² l'ammontare delle entrate da essa derivanti è notevole, e molto elevati sono anche i tassi d'inflazione.

³⁰ In questa analisi c'è una complicazione. Come osservato in precedenza, la somma che va allo Stato è pari all'incremento dello stock di moneta *ad alto potenziale*, perché la Banca Centrale acquista Titoli di Stato con moneta ad alto potenziale. Tuttavia i cittadini accrescono la quantità nominale di moneta in loro possesso sotto forma sia di circolante sia di depositi bancari, per cui una parte dell'incremento dello stock nominale di moneta non va allo Stato per il finanziamento del disavanzo. In ogni caso tale aspetto non modifica la sostanza del ragionamento.

³¹ Si dice spesso che l'inflazione è "l'imposta più crudele". Questa definizione non si riferisce a quanto appena detto sull'imposta da inflazione, ma alla redistribuzione di ricchezza e di reddito dovuta soprattutto all'inflazione non attesa, di cui abbiamo parlato nel Capitolo 7.

³² Buona parte dell'America Latina è stata spesso afflitta dall'iperinflazione. Per maggiori informazioni sugli aspetti sia monetari sia reali delle economie latinoamericane, si veda Cardoso E., Helwege A., *Latin America's Economy: Diversity, Trends, and Conflicts*, MIT Press, Cambridge MA 1995.

Tabella 18.7

Inflazione e imposta da inflazione, 1983-1988 (valori percentuali)

Paese	Media 1983-1988		Ammontare annuo massimo dell'imposta da inflazione (% del PIL)
	Impostada inflazione (% del PIL)	Tasso di inflazione annuo	
Argentina	3,7	359	5,2
Bolivia	3,5	1797	7,2
Brasile	3,5	341	4,3
Cile	0,9	21	1,1
Colombia	1,9	22	2,0
Messico	2,6	87	3,5
Perù	4,7	382	4,5

Fonte: Selowsky M., *Preconditions Necessary for the Recovery of Latin America's Growth*, World Bank, giugno 1989

L'ammontare delle entrate che il settore pubblico può ottenere mediante l'imposta da inflazione è indicato graficamente dalla curva AA nella Figura 18.3. Quando il tasso d'inflazione è pari a zero, lo Stato non ricava risorse da tale fonte³³; poi, crescendo progressivamente il tasso d'inflazione, aumenta anche il gettito dell'imposta. Tuttavia, man mano che il tasso d'inflazione sale, i cittadini riducono i propri saldi monetari reali, perché diventa sempre più costoso detenerli: gli individui cominciano a detenere meno valuta e le banche riducono al minimo le riserve in eccesso; con il tempo la base monetaria reale si riduce talmente che il gettito dell'imposta da inflazione comincia a diminuire (la diminuzione ha inizio nel punto C). Ciò significa che esiste un ammontare massimo di entrate che lo Stato può ottenere mediante l'imposta da inflazione. Il gettito massimo dell'imposta è indicato con IR^* e il corrispondente tasso d'inflazione con π^* .³⁴

Supponiamo che inizialmente il sistema economico si trovi in una situazione in cui il bilancio pubblico non è in disavanzo e non viene stampata moneta; il tasso d'inflazione è pari a zero e il sistema economico si trova nel punto 0 nella figura. In seguito il governo riduce le imposte e finanzia il disavanzo di bilancio stampando moneta; ipotizziamo che il deficit pubblico sia pari all'ammontare IR' nella Figura 18.3 e possa perciò essere finanziato completamente mediante l'imposta da inflazione. Il tasso di crescita della moneta aumenterà in modo permanente e, nel lungo periodo, il tasso d'inflazione salirà a π' , valore a cui corrisponde un gettito dell'imposta da inflazione pari a IR' .

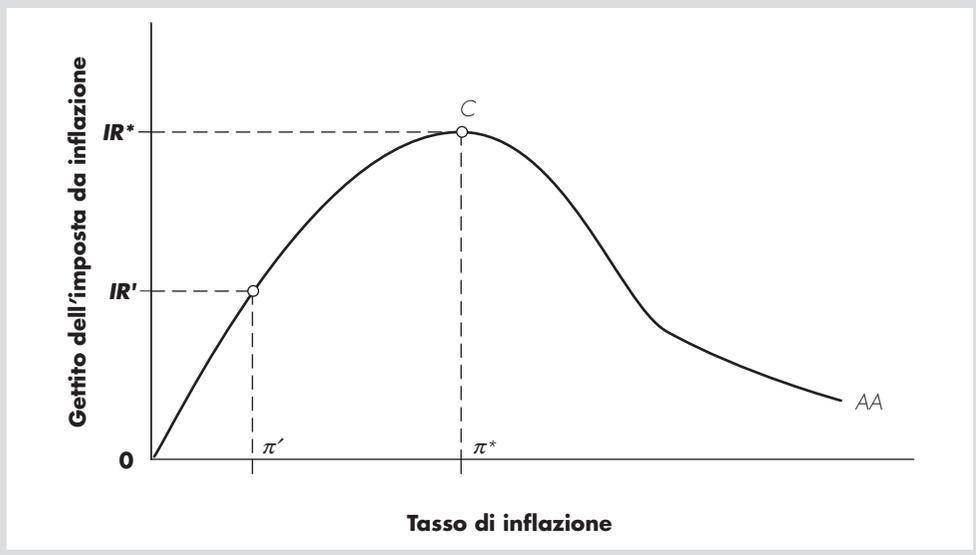
Il gettito dell'imposta da inflazione

Come si può vedere nella Tabella 18.7, nei Paesi in via di sviluppo con un alto tasso d'inflazione il gettito dell'imposta da inflazione è molto elevato. Nei Paesi più avanza-

³³ Se l'economia è in crescita, lo Stato incamera entrate da signoraggio anche quando non c'è inflazione. Infatti, in presenza di una domanda crescente di base monetaria reale, lo Stato può creare base monetaria senza produrre inflazione.

³⁴ Deguel M.A., Neumeyer P.A. ("Seigniorage and Inflation: The Case of Argentina", *Journal of Money, Credit and Banking*, agosto 1995) si chiedono se nel corso degli anni Ottanta l'Argentina abbia superato il tasso d'inflazione che massimizza il gettito dell'imposta. Secondo le loro stime, tale tasso si aggirava tra il 20% e il 30% al mese e, fatta eccezione per la primavera del 1989, l'inflazione in Argentina non raggiunse questi livelli.

Figura 18.3
L'imposta
da inflazione



ti, in cui la base monetaria reale è limitata rispetto alle dimensioni dell'economia, il settore pubblico ottiene dall'imposta da inflazione una entrata ridotta. Per esempio, negli Stati Uniti la base monetaria è circa pari al 6% del PIL; tenendo conto dell'Equazione (7), se il tasso d'inflazione fosse pari al 5% il gettito dell'imposta da inflazione sarebbe circa pari allo 0,3% del PIL: non si tratta di una cifra insignificante, ma non è neppure una delle principali fonti delle entrate statali.³⁵ È difficile pertanto credere che negli Stati Uniti, o in Paesi analoghi da questo punto di vista, si fissi come obiettivo un certo tasso d'inflazione in base al criterio prevalente del gettito dell'imposta da inflazione; si tiene conto, piuttosto, dei costi e dei benefici dell'inflazione di cui si è parlato nel Capitolo 7.

Nei Paesi in cui il sistema bancario è invece meno sviluppato, e quindi i cittadini detengono forti quantità di valuta, lo Stato ricava una quota maggiore di entrate dall'inflazione, ed è probabile perciò che attribuisca a esse un peso superiore nella scelta della politica economica. Vedremo inoltre nel prossimo paragrafo che, nelle situazioni in cui l'inflazione è molto elevata e il sistema tributario tradizionale crolla, il gettito dell'imposta da inflazione può rappresentare l'ultima risorsa per lo Stato. Tuttavia, va tenuto presente che in tutti i casi in cui si fa ampio ricorso all'imposta da inflazione, l'inflazione stessa inevitabilmente diventa assai alta.

³⁵ Negli Stati Uniti viene talvolta usata una misura del signoraggio diversa dal valore dell'emissione di moneta ad alto potenziale: si tratta dell'ammontare degli interessi che la Federal Reserve guadagna sul proprio portafoglio. Poiché i titoli in possesso della Federal Reserve derivano da operazioni di acquisto sul mercato aperto che hanno accresciuto la base monetaria, questa misura indica l'ammontare degli interessi risparmiati dal Tesoro (in quanto la Federal Reserve versa i propri profitti al Tesoro) in seguito alle precedenti emissioni di moneta. Le nuove emissioni di moneta ad alto potenziale offrono una misura della capacità del governo di acquisire risorse attraverso la variazione dello stock di moneta.

18.6 DEFICIT DI BILANCIO: CIFRE E PROBLEMI

Nel corso degli anni Ottanta, negli Stati Uniti si è avuta una sequenza di disavanzi di bilancio senza precedenti in tempo di pace. Nonostante i politici pronunciassero regolarmente bei discorsi riguardo all'esigenza di ridurre il deficit di bilancio, il taglio della spesa pubblica o l'aumento delle imposte erano considerati provvedimenti troppo impopolari. Nel corso degli anni Novanta il disavanzo di bilancio è stato gradualmente ricondotto a livelli accettabili, e verso la fine del decennio è tornato in attivo.

Gli Stati membri dell'Unione Europea impongono, tra i criteri per entrare a far parte dell'area monetaria dell'euro, la riduzione del deficit di bilancio entro il 3% del PIL. In questo paragrafo osserviamo le principali fluttuazioni del deficit di bilancio e del debito nazionale degli Stati Uniti.

Innanzitutto, passeremo in rassegna i dati relativi alla composizione e all'andamento delle entrate e delle uscite, del disavanzo e del debito pubblico del governo statunitense. Storicamente, gli Stati Uniti si indebitarono pesantemente in tempo di guerra e poi coprirono lentamente i disavanzi in tempo di pace.

Le uscite

Nella Tabella 18.8 sono riportate le uscite del governo federale a partire dal 1962. La tabella contiene alcuni termini tecnici; un'importante distinzione è quella tra spese *obbligatorie* e spese *discrezionali*: le prime vengono effettuate in base a disposizioni di legge che riconoscono a tutti gli individui in possesso di determinati requisiti il diritto a ricevere una certa somma di denaro; le spese discrezionali, invece, dipendono dagli stanziamenti decisi dal Congresso e comprendono, per esempio, le spese per la difesa e gli aiuti all'estero.

Dalla Tabella 18.8 emergono tre aspetti degni di nota: (1) le spese per la difesa in rapporto al PIL sono diminuite in misura significativa; (2) le spese obbligatorie sono quasi raddoppiate; (3) gli interessi sul debito pubblico sono diventati una componente

Tabella 18.8

Uscite del governo federale (in percentuale sul PIL; anni finanziari, medie del periodo)

	1962-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2002
Difesa nazionale	8,6	5,9	5,8	4,1	3,2
Spese obbligatorie	6,2	9,4	10,8	11,2	11,0
Spese discrezionali escluse quelle per la difesa	3,9	4,5	4,1	3,5	3,5
Interessi	1,3	1,5	2,8	3,0	2,0
Uscite totali*	18,8	20,0	22,2	20,7	18,8

* Le uscite totali non corrispondono esattamente alla somma delle colonne perché alcuni dati minori sono stati trascurati.

Fonte: Congressional Budget Office, *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2003-2013*, gennaio 2003

significativa delle uscite del governo federale, essendo raddoppiati, negli ultimi quarant'anni, in percentuale rispetto al PIL.

La spesa pubblica è costituita da *acquisti pubblici* di beni e servizi e *trasferimenti*.³⁶ Nell'anno 2001 solo un terzo delle uscite del governo federale (meno del 10% del PIL) era costituito da acquisti pubblici di beni e servizi, mentre i trasferimenti rappresentavano i rimanenti due terzi.

Le entrate

La maggior parte delle entrate del governo federale deriva dalle imposte. La Tabella 18.9 indica la composizione delle entrate e il loro ammontare complessivo. Le voci della tabella non richiedono spiegazioni, fatta eccezione, forse, per i contributi sociali. Questi ultimi sono versamenti obbligatori, destinati a finanziare il sistema di previdenza sociale, che gravano in parte sui datori di lavoro e in parte sui lavoratori.

Le entrate del governo federale in rapporto al PIL, nel loro ammontare complessivo, hanno subito poche variazioni negli ultimi quarant'anni, mentre si sono verificati cambiamenti nella loro composizione: i contributi sociali hanno assunto una consistenza molto maggiore, mentre le imposte sul reddito delle società di capitali si sono più che dimezzate; le imposte sul reddito delle persone fisiche invece sono rimaste più o meno invariate.

Tabella 18.9

Entrate del governo federale (in percentuale sul PIL; anni finanziari, medie del periodo)

	1960-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2002
Imposta sul reddito delle persone fisiche	7,8	8,1	8,4	8,4	9,5
Imposta sul reddito delle società di capitale	3,8	2,7	1,7	1,9	1,7
Contributi sociali	3,5	5,0	6,3	6,6	6,8
Altre entrate*	2,7	2,1	1,8	1,6	1,5
Entrate totali	17,8	17,9	18,2	18,6	19,5

* Comprende le imposte sui consumi, le imposte sulle successioni e sulle donazioni, i dazi doganali ed entrate di natura varia.

Fonte: Congressional Budget Office, *The Economic and Budget Outlook: Fiscal Years 2003-2013*, gennaio 2003

³⁶ Gli acquisti pubblici sono una tra le componenti della domanda aggregata: il termine G dell'equazione $Y = C + I + G$; i trasferimenti, invece, influiscono indirettamente sulla domanda aggregata, facendo variare il reddito disponibile.

Come si misura il deficit pubblico

Attività del settore pubblico

In passato, negli Stati Uniti, la contabilità del settore pubblico veniva tenuta in modo alquanto singolare: il deficit di bilancio veniva calcolato semplicemente facendo la differenza tra entrate correnti e uscite correnti, come se non si fosse mai sentito parlare né di investimenti in beni capitali né di ammortamenti. Così, per esempio, i costi di costruzione della diga di Grand Coulee andarono ad accrescere i deficit di bilancio degli anni in cui essa fu costruita.³⁷ È importante sottolineare, comunque, che il governo federale non ha solo debiti, ma anche attività. Il capitale reale di cui il governo federale entra in possesso (la diga di Grand Coulee dell'esempio) dovrebbe essere trattato come una contropartita del debito emesso per finanziare la realizzazione dell'opera.

Spesso si dimentica che la spesa pubblica non è destinata esclusivamente all'acquisto di beni di consumo e ai trasferimenti. Robert Eisner, della Northwestern University, ha sottolineato con grande enfasi questo concetto nel presentare i bilanci patrimoniali del governo federale, in cui sono elencate le relative passività e attività.³⁸ Per esempio, nel 1990 il governo federale possedeva attività riproducibili (valutate al costo di sostituzione) per 834 miliardi di dollari, ma aveva debiti per 2687 miliardi di dollari, per cui il suo debito netto era pari a 1853 miliardi, cioè di gran lunga inferiore rispetto a quello indicato dalle cifre ufficiali. Se si fosse tenuto conto anche delle proprietà terriere, il debito netto del governo federale sarebbe stato ancora minore.³⁹ Nonostante queste correzioni, resta il fatto che il debito pubblico è più elevato oggi di quanto non fosse in passato, nei periodi di pace.

Interessi passivi e disavanzo primario

La misurazione del disavanzo di bilancio è complicata dal fatto che esso è in buona misura dovuto al pagamento degli interessi sul debito pubblico (interessi passivi): gran parte del deficit pubblico, insomma, non deriva da un eccesso di spese correnti rispetto alle entrate correnti, bensì è un'eredità dei disavanzi passati. Per questo motivo si distinguono due componenti del disavanzo di bilancio pubblico: il *disavanzo primario* e i *pagamenti per interessi sul debito pubblico*:

$$\text{disavanzo totale} \equiv \text{disavanzo primario} + \text{pagamenti per interessi} \quad (8)$$

Il disavanzo (o l'avanzo) primario è pari alla differenza tra le uscite complessive dello Stato, eccetto appunto gli interessi sul debito pubblico, e le sue entrate complessive.

Nella Figura 18.4 il deficit primario del governo federale degli Stati Uniti è indicato dalla curva nera. È evidente che nel corso degli anni Ottanta e nei primi anni Novanta esso è stato maggiore rispetto agli anni Sessanta, ma la differenza tra i due periodi è meno marcata di quanto non sia per il disavanzo complessivo.

³⁷ *Economic Report of the President*, febbraio 1996, quadri 2-3; "Preview of the Comprehensive Revision of the National Income and Product Accounts: Recognition of Government Investment and Incorporation of a New Methodology for Calculating Depreciation", *Survey of Current Business*, settembre 1995; "Improved Estimates of the National Income and Product Accounts for 1959-1995: Results of the Comprehensive Revision", *Survey of Current Business*, gennaio-febbraio 1996.

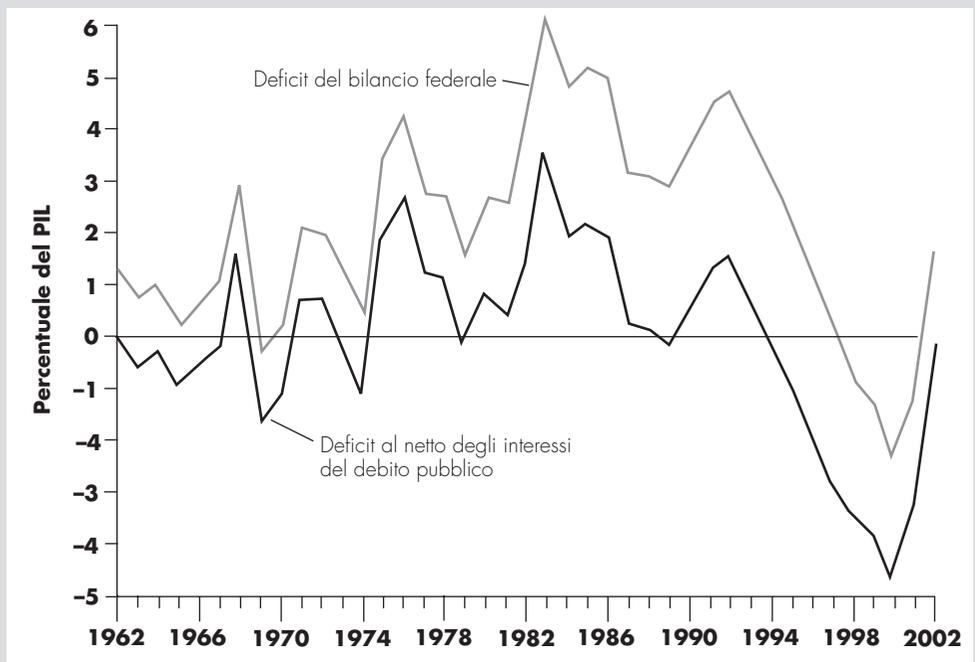
³⁸ Si vedano: Eisner R., *How Real Is the Federal Deficit?*, Free Press, New York 1986; Id., "Budget Deficits: Rhetoric and Reality", *Journal of Economic Perspectives*, primavera 1989.

³⁹ Si veda la serie di dati sullo stock di capitale degli Stati Uniti in *Survey of Current Business*, gennaio 1992.

Figura 18.4

Il deficit di bilancio statunitense con e senza interessi del debito pubblico, 1962-2002

(Fonte: Congressional Budget Office, The Budget and Economic Outlook Fiscal years 2003-2013, gennaio 2003.)



Quando gli interessi passivi costituiscono una cifra molto elevata, come nel caso degli Stati Uniti, la misurazione del disavanzo di bilancio è resa più difficoltosa dalla differenza fra tasso d'interesse reale e nominale. Poiché il tasso d'interesse nominale è pari a quello reale più il tasso d'inflazione, i pagamenti per interessi sul debito pubblico possono essere a loro volta distinti in interessi reali e interessi dovuti all'inflazione. Questi ultimi non costano nulla allo Stato in termini reali, perché sono compensati esattamente dalla diminuzione del valore reale del debito nominale.⁴⁰ Nei periodi in cui il tasso d'inflazione è elevato, i pagamenti per interessi sono per la maggior parte compensati dall'inflazione; ma anche quando il tasso d'inflazione è ridotto, i pagamenti per interessi possono essere compensati in questo modo quasi per la metà del loro ammontare.

L'onere del debito pubblico

Se il bilancio dello Stato continua a essere in disavanzo, il debito pubblico cresce. Alla fine del 2002 il debito pubblico (lordo) degli Stati Uniti superava i 6000 miliardi di dollari, una cifra che allarmerebbe chiunque e che corrisponde a circa 21 000 dollari per ciascun cittadino statunitense. Questo debito deve essere effettivamente saldato? È il fatto che ciascun cittadino sia gravato da un debito tanto oneroso che fa apparire il problema così grave. Tuttavia, nel complesso, i cittadini sono debitori nei confronti di loro stessi: in realtà ciascun cittadino condivide l'obbligo di rimborsare il debito pubblico, ma, nello stesso tempo, molte persone detengono Titoli di Stato, direttamente o indirettamente attraverso intermediari finanziari. Si potrebbe pensare che la passività costituita dal debito pubblico annulli l'attività che esso rappresenta per i cittadini che detengono Titoli di

⁴⁰ Si veda Blejer M., Cheasty A., "The Measurement of Fiscal Deficits: Analytical and Methodological Issues", *Journal of Economic Literature*, dicembre 1991.

Stato; in questo caso il debito pubblico non sarebbe un onere per la collettività. Tuttavia la validità di tale argomento è limitata, in quanto una parte consistente del debito pubblico è detenuta da stranieri, e questa parte rappresenta veramente un onere fiscale cui dovranno far fronte i futuri contribuenti dello Stato che ha emesso i titoli.

Il debito pubblico può risultare un onere per la collettività anche sotto un aspetto più importante, vale a dire per l'impatto che nel lungo periodo può avere sullo stock di capitale. Abbiamo visto in precedenza che il finanziamento del disavanzo di bilancio mediante l'emissione di debito fa aumentare i tassi d'interesse e riduce gli investimenti. Di conseguenza, se si finanziano i disavanzi emettendo titoli, lo stock di capitale sarà più ridotto di quanto potrebbe essere altrimenti, e anche il prodotto sarà inferiore. Insomma, se il debito pubblico è un onere, lo è per ragioni ben diverse da quelle cui farebbe pensare il fatto che ciascun cittadino statunitense, a causa del debito pubblico complessivo, ha un debito di 21 000 dollari. Il vero problema è rappresentato dai possibili effetti del debito pubblico sul capitale netto del Paese, cioè dalla riduzione dello stock di capitale e/o dall'incremento del debito estero provocati dall'aumento del debito pubblico.

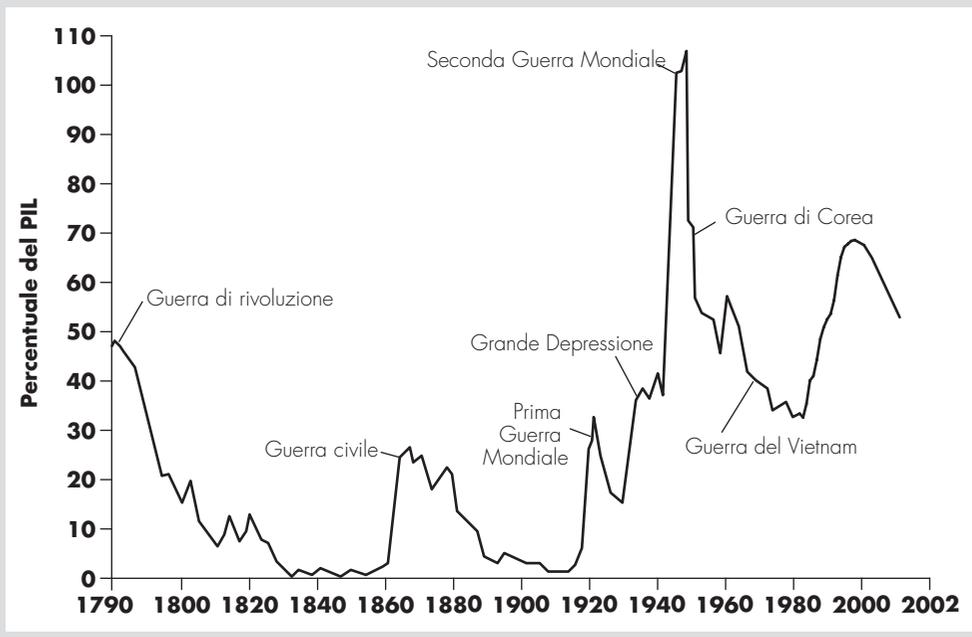
Debito, crescita e instabilità

Il debito pubblico degli Stati Uniti è cresciuto quasi ogni anno nell'ultimo cinquantennio. Ciò significa forse che il bilancio federale diventerà incontrollabile e gli interessi passivi così elevati da rendere necessari aumenti delle imposte fino a un punto di rottura? La risposta è no, perché l'economia continua a crescere.

La Figura 18.5 mostra l'andamento del debito pubblico statunitense in rapporto al PNL per un arco di tempo molto lungo, a iniziare dai primi anni del XIX secolo.⁴¹ Ciò

Figura 18.5
Andamento storico
del rapporto
debito-reddito
negli Stati Uniti

(Fonte:
Congressional
Budget Office.)



⁴¹ Poiché per gli Stati Uniti non c'è grande differenza tra PNL e PIL, è indifferente parlare di rapporto tra debito pubblico e PNL o tra debito pubblico e PIL. Per il primo periodo sono disponibili solo i dati relativi al rapporto debito-PNL.

che risulta più evidente è che il debito pubblico registra forti impennate a causa degli ingenti disavanzi tipici del tempo di guerra, per poi diminuire nei periodi post-bellici. In quasi tutto l'intervallo che va dalla Seconda Guerra Mondiale al 1974 il rapporto debito-reddito è diminuito, nonostante il debito pubblico fosse crescente a causa dei disavanzi di bilancio.

Come è stato possibile? Per rispondere, è utile partire dalla definizione di *rapporto debito-reddito*, o *rapporto d'indebitamento*:

$$\text{rapporto d'indebitamento} = \text{debito}/PY \quad (9)$$

dove *PY* rappresenta il PIL nominale. Il rapporto tra debito e PIL diminuisce quando il PIL nominale aumenta più rapidamente del debito pubblico. Nel rapporto debito-PIL il numeratore, vale a dire il debito pubblico, aumenta a causa dei deficit di bilancio; il denominatore, cioè il PIL nominale, aumenta sia per l'inflazione sia per la crescita del PIL reale.

Perché è preferibile considerare il rapporto d'indebitamento, piuttosto che il valore assoluto del debito? La ragione è che il PIL è una misura delle dimensioni dell'economia, per cui il rapporto debito-PIL permette di confrontare l'entità dell'indebitamento pubblico con un parametro del sistema economico. Un debito pubblico di 5000 miliardi di dollari sarebbe stato schiacciante nel 1929, quando il PIL degli stati Uniti era all'incirca pari a 100 miliardi di dollari: anche se il tasso d'interesse fosse stato solo dell'1%, il governo avrebbe dovuto raccogliere, mediante l'imposizione fiscale, una cifra pari al 50% del PIL per pagare gli interessi sul debito. Se invece il PIL ammonta a 10 000 miliardi di dollari, un debito pubblico di 5000 miliardi di dollari è molto grande, ma non spropositato.

Contabilità intergenerazionale

Non esiste alcun principio economico assoluto che stabilisca cos'è equo e cosa non lo è nella ripartizione degli oneri tra generazioni diverse. Ciò nonostante, gli uomini politici (e non solo) sembrano avere idee ben precise in proposito. Naturalmente le decisioni in materia dovrebbero partire dal calcolo degli oneri che le attuali politiche economiche impongono alle varie generazioni. **La contabilità intergenerazionale valuta i costi e i benefici dell'intero sistema fiscale (imposte e spesa pubblica) per i cittadini appartenenti a diverse fasce d'età.**

Laurence Kotlikoff, della Boston University, ha studiato sistematicamente gli effetti di redistribuzione intergenerazionale delle politiche fiscali statunitensi, giungendo a una conclusione severa e controversa⁴²:

“I maggiori beneficiari della politica fiscale seguita nel corso degli anni Ottanta sono stati i cittadini statunitensi che all'epoca avevano più di quarant'anni, mentre i cittadini al di sotto dei quarant'anni sono stati danneggiati da quella politica. Le donne più giovani sono state particolarmente colpite dalla diminuzione del valore reale dei sussidi pubblici e dall'aumento delle imposte sui consumi.”

Come si comprende dalla citazione, nella sua analisi Kotlikoff ha tenuto conto non solo dei futuri oneri fiscali derivanti dal crescente debito pubblico, ma anche dei costi e benefici procurati alle diverse generazioni dalle imposte e dai programmi di spesa del governo.

⁴² Kotlikoff L., *Generational Accounting*, Free Press, New York 1992, p. 184.

Il dibattito sulle dimensioni del settore pubblico

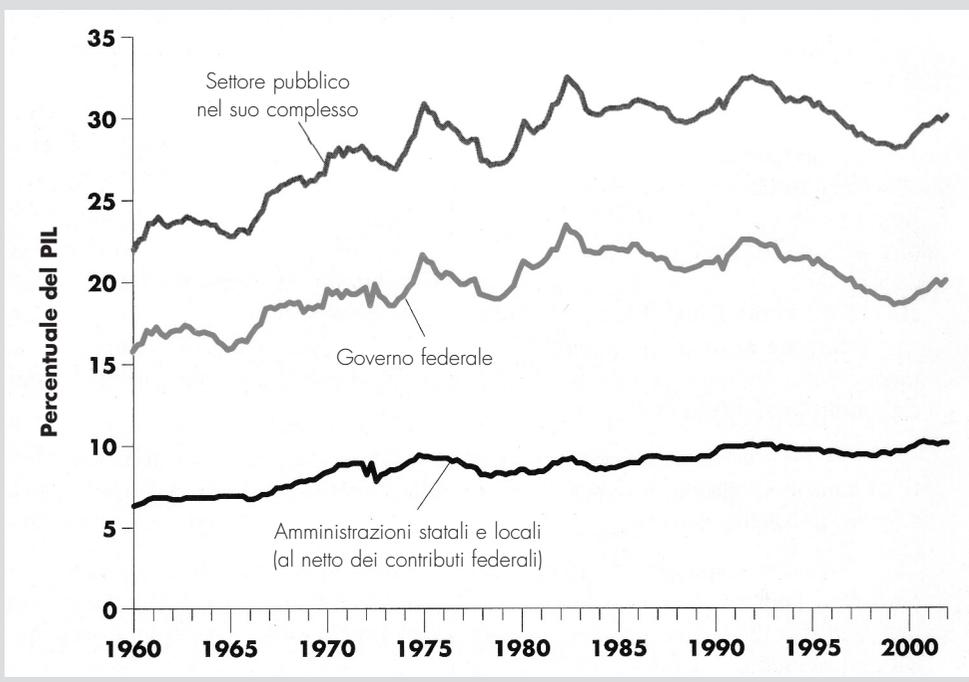
Negli ultimi quarant'anni si è registrata, un po' in tutto il mondo, una tendenza all'aumento della spesa pubblica in rapporto al PIL. Come risulta dalla Figura 18.6, negli Stati Uniti le uscite del settore pubblico erano pari al 23% del PIL nel 1960 e al 30% nel 2002. Questo aumento è dovuto soprattutto a un ampliamento dei programmi di assistenza pubblica e, in particolare, alla crescita dei trasferimenti; a partire dal 1981 l'incremento della spesa pubblica è stato aspramente criticato. Quali sono le dimensioni ideali del settore pubblico? È difficile rispondere a questo interrogativo, naturalmente. L'intervento dello Stato in alcuni settori è considerato auspicabile dalla quasi totalità delle persone; per esempio, sono pochi a mettere in discussione la necessità di un'adeguata difesa nazionale. Anche altri programmi statali, per esempio quello di previdenza sociale, riscuotono ampio consenso, ma in questo caso non c'è accordo su quali dovrebbero essere le dimensioni degli interventi. Per i conservatori il settore pubblico è senza dubbio troppo esteso e quindi il disavanzo di bilancio (con le pressioni che provoca sui tassi d'interesse e sulla stabilità finanziaria) è auspicabile, perché in quest'ottica è il mezzo migliore per ottenere una riduzione della spesa.

In pratica, va da sé, il problema dell'entità della spesa pubblica viene affrontato in base a considerazioni politiche. Negli anni Trenta e Sessanta le regole degli interventi fiscali furono modificate in funzione di una politica economica attiva da parte del governo, che perseguiva la piena occupazione e obiettivi sociali sempre più ambiziosi. Attualmente sono in molti a pensare che ci si è spinti troppo oltre e occorre riportare la situazione sotto controllo, tornando a una politica fiscale più oculata. Nello stesso tempo esiste una corrente di pensiero favorevole all'intervento pubblico in molti settori, da quello delle infrastrutture a quello dell'istruzione. Il dibattito è tuttora aperto e senza dubbio i gravi problemi di bilancio faranno sì che rimanga vivace.

Figura 18.6

Spesa pubblica in rapporto al PIL negli Stati Uniti, 1960-2002

(Fonte: Bureau of Economic Analysis.)



18.7 LA PREVIDENZA SOCIALE

Il cittadino americano tipo versa al governo federale, sotto forma di contributi sociali, una somma maggiore di quella che versa sotto forma d'imposta sui redditi. A prescindere dal caso degli Stati Uniti, moltissimi lettori di questo libro dovranno contribuire in misura rilevante al sistema di previdenza sociale, senza avere la certezza che, quando smetteranno di lavorare, ci saranno soldi sufficienti per pagare loro una pensione. In questo paragrafo ci soffermeremo su due aspetti del sistema previdenziale: i trasferimenti intergenerazionali e l'efficienza economica. Per comprendere entrambi gli aspetti, è importante tener conto del fatto che negli Stati Uniti, come in molti altri Paesi, la previdenza sociale è basata su un *sistema a ripartizione*, per cui i contributi versati dai lavoratori attualmente in attività servono a pagare le pensioni a coloro che non lavorano più.⁴³

La previdenza sociale come trasferimento intergenerazionale

Un sistema di previdenza sociale a ripartizione può trasferire risorse dai giovani agli anziani per tre ragioni: (1) in seguito all'aumento della popolazione, (2) in seguito alla crescita del reddito reale e (3) per ragioni politiche. Esamineremo una alla volta queste cause. Per disporre di un termine di confronto, vediamo dapprima come funzionerebbe il sistema previdenziale se non vi fosse alcun trasferimento di risorse.

Supponiamo che in media ciascun individuo lavori e versi i contributi previdenziali dall'età di 26 all'età di 65 anni e riceva la pensione dai 66 ai 75 anni. Poiché ci sono 40 anni di lavoro ogni 10 di pensionamento, ci saranno quattro contribuenti attivi per ciascun beneficiario; ciò significa che il bilancio dell'ente previdenziale sarà in pareggio se ciascun beneficiario riceve una somma pari ai contributi versati da quattro lavoratori.⁴⁴ Inoltre, poiché ciascun lavoratore versa i contributi per un numero di anni quadruplo rispetto a quello per cui riceve la pensione, nel corso della sua esistenza ci sarà equilibrio tra contributi versati e benefici ricevuti.

Trasferimenti intergenerazionali dovuti all'aumento della popolazione

Nei Paesi in cui la popolazione è in aumento il rapporto tra giovani e anziani è più elevato che nei Paesi in cui la popolazione è stabile, semplicemente perché ogni generazione è più numerosa della precedente. Se, nell'esempio che stiamo conducendo, la popolazione aumentasse del 2% all'anno, il rapporto tra lavoratori in attività e lavoratori in pensione sarebbe 7:1, invece che 4:1. Ne consegue che il rapporto tra benefici e contributi può essere molto più elevato quando la popolazione è in crescita, rispetto a quando essa è stabile.

Sfruttare l'aumento demografico per ampliare il rapporto tra benefici e contributi è una prospettiva allettante per i politici, ma il problema consiste nel fatto che un giorno la popolazione può smettere di crescere. Allora, per mantenere invariati i benefici attesi, i contributi che i lavoratori in attività sono tenuti a versare dovrebbero aumentare

⁴³ Parlare di un sistema a ripartizione è in parte una semplificazione. attualmente negli Stati Uniti le entrate del sistema previdenziale sono superiori alle uscite, per cui l'entità del *Social Security Trust Fund* tende ad aumentare. Tuttavia in futuro l'ammontare complessivo delle pensioni da versare supererà l'ammontare del fondo: se rimanesse in vigore la legge attuale, il sistema previdenziale andrebbe in rosso nel 2042.

⁴⁴ Abbiamo scelto una cifra tonda, quattro, perché l'esempio risultasse più chiaro. Nei sistemi di previdenza sociale reali l'ammontare dei contributi e delle pensioni viene calcolato in base a norme più complesse.

drasticamente (nell'esempio che stiamo utilizzando quasi raddoppiare). Ciò è esattamente quanto è avvenuto quando la maggior parte dei Paesi industrializzati si è avvicinata alla crescita zero.

La Tabella 18.10 riporta i dati relativi al rapporto tra popolazione attiva e pensionati in sette Paesi industrializzati. Si può notare che in futuro tutti questi Paesi dovranno aumentare i contributi previdenziali a carico di ciascun lavoratore, oppure ridurre l'ammontare delle pensioni.⁴⁵

Trasferimenti intergenerazionali dovuti alla crescita del reddito

Le generazioni più giovani hanno un tenore di vita superiore rispetto a quelle che le hanno precedute, e ciò è dovuto semplicemente alla crescita economica.⁴⁶ Supponiamo che i contributi previdenziali non siano pari a una somma fissa, ma a una certa percentuale del reddito. Con un sistema pensionistico a ripartizione i lavoratori a riposo riceverebbero una pensione maggiore in confronto ai contributi che hanno versato, perché le pensioni verrebbero calcolate sulla base dei contributi pagati dalle generazioni più giovani, con redditi più alti. Se la produttività aumenta a un ritmo abbastanza sostenuto, le pensioni potranno essere molto più elevate di quanto sarebbero state altrimenti, ma se la crescita economica di lungo periodo dovesse interrompersi, il sistema previdenziale crollerebbe.

Trasferimenti intergenerazionali dovuti a ragioni politiche

In molti Paesi i sistemi previdenziali sono in crisi; in sostanza, ciò è dovuto al fatto che sono stati organizzati in modo tale da erogare pensioni più elevate di quelle che ci si potrebbe permettere dato l'ammontare dei contributi, anche tenendo conto della crescita del reddito e di quella eventuale della popolazione. Da questa situazione hanno tratto vantaggio le prime generazioni di pensionati, ma, essendo arrivata la resa dei conti, i giovani di oggi devono aspettarsi di ricevere una pensione molto più bassa, in rappor-

Tabella 18.10
Rapporto tra
popolazione attiva
e pensionati

Anno	Canada	Francia	Germania	Italia	Giappone	Regno Unito	Stati Uniti
1960	7,7	5,3	6,3	7,5	10,5	5,6	6,5
1990	5,9	4,7	4,5	4,7	5,8	4,3	5,3
2010	4,7	4,1	2,8	3,9	3,4	4,5	5,3
2030	3,5	3,3	3,0	3,4	3,0	3,9	4,9
2040	2,6	2,6	2,1	2,4	2,6	3,0	3,1

Fonte: Pollard P.S., "How Will Demographics Affect Social Security", *Federal Reserve Bank of St. Louis International Economic Trends*, agosto 1996, basato su dati OCSE

⁴⁵ Proiezioni che mostrano gli effetti di eventuali riforme del sistema previdenziale dei maggiori Paesi industrializzati si trovano in International Monetary Fund, "Fiscal Challenges Facing Industrial Countries", *World Economic Outlook*, maggio 1996.

⁴⁶ Naturalmente non è detto che tutti i membri di una data generazione godano di un benessere maggiore rispetto ai loro genitori. Per esempio, negli Stati Uniti i lavoratori più giovani con un basso livello d'istruzione in genere non hanno un tenore di vita superiore a quello dei loro genitori.

to ai contributi versati, rispetto ai loro genitori. Tutto ciò è dovuto a ragioni politiche, oltre che economiche: le persone di una certa età costituiscono una quota più significativa dell'elettorato; inoltre i contribuenti attuali possono votare a favore di programmi assistenziali senza dover consultare le generazioni future che saranno tenute a finanziarli. Quindi, almeno in alcuni casi, le generazioni più anziane riescono a mettere in moto trasferimenti intergenerazionali attraverso il sistema politico.

Previdenza sociale ed efficienza economica

A favore del sistema di previdenza sociale si può citare un valido argomento economico: esiste un tenore di vita minimo che la collettività giudica accettabile per le persone anziane, e il sistema previdenziale è un sistema indiretto per costringere tutti a risparmiare almeno un po' in vista della vecchiaia. In sua assenza solo due alternative sarebbero possibili: si dovrebbe accettare che alcuni anziani patiscano la fame oppure le generazioni più giovani dovrebbero mantenere gli anziani che non hanno risparmiato abbastanza.

Purtroppo, con un sistema di previdenza sociale a ripartizione, la società nel suo complesso non risparmia per il futuro: dal momento che i contributi previdenziali vengono spesi subito, non viene creato capitale produttivo (il cosiddetto *Social Security Trust Fund* statunitense è costituito da dichiarazioni di credito di una generazione nei confronti di un'altra; diversamente dai piani di pensionamento privati, non è garantito da alcun investimento reale). Quindi, se da un lato il sistema previdenziale obbliga a "risparmiare" persone che altrimenti non lo farebbero, dall'altro costringe persone che avrebbero comunque risparmiato parecchio a impiegare i propri soldi in maniera meno efficiente.

In un sistema previdenziale a ripartizione, 100 dollari di contributi generano 100 dollari di pensione. Nell'esempio introdotto all'inizio del paragrafo, un lavoratore pagherebbe 25 dollari all'anno per finanziare una pensione di 100 dollari all'anno. Confrontate questo rendimento con il rendimento di un investimento reale calcolato in base alla regola dell'interesse composto. Con un tasso d'interesse del 5%, 25 dollari di contributi all'anno assicurerebbero 391 dollari all'anno di pensione.⁴⁷ La differenza tra quest'ultima cifra e i 100 dollari rappresenta il costo economico che la società sostiene per il fatto di rinunciare a un investimento produttivo.⁴⁸

È quasi certo che i contributi previdenziali non spiazzano completamente il risparmio privato in vista della vecchiaia, tuttavia la quota di risparmio privato che viene sottratta agli investimenti produttivi rallenta in misura significativa l'accumulazione di capitale.

Risposte politiche

Riformare i sistemi previdenziali è un problema politico di scottante attualità. Per evitare che essi crollino in futuro, occorre adottare subito decisioni difficili, ma gli organismi politici non sono abituati a imporre sacrifici nel presente in cambio di benefici futuri. Si stanno valutando possibili modifiche dei sistemi di previdenza sociale, per eliminare sia le pas-

⁴⁷ Questo calcolo dipende dal tasso d'interesse reale utilizzato: con un tasso d'interesse annuo del 2% la pensione annua sarebbe pari a 168 dollari, mentre con un tasso d'interesse dell'8% la pensione sarebbe pari a 965 dollari.

⁴⁸ Si può anche pensare che il minor risparmio rallenti la crescita economica e determini un prodotto inferiore nel lunghissimo periodo; abbiamo affrontato questo argomento nei Capitoli 3 e 4.

sività sia le inefficienze.⁴⁹ Il loro risanamento finanziario rende necessario o un aumento dei contributi o una riduzione delle prestazioni. Ecco alcune delle modifiche proposte⁵⁰:

- aumentare l'età a partire dalla quale si ha diritto alla pensione;
- tassare la quota delle pensioni che eccede i contributi versati;
- ridurre gli adeguamenti al costo della vita, modificando il modo in cui viene misurata l'inflazione.⁵¹

Tra le proposte di riforma avanzate con l'obiettivo di ridurre l'inefficienza del sistema previdenziale statunitense a ripartizione c'è quella di destinare una parte del *Social Security Trust Fund* agli investimenti produttivi.⁵² In particolare è stato suggerito di:

- investire una parte del fondo fiduciario in un'ampia gamma di azioni e obbligazioni emesse da società;
- consentire ai singoli individui di versare una parte di contributi previdenziali in un fondo pensioni privato.

Gli investimenti nel settore privato assicurano rendimenti più elevati rispetto agli investimenti in Titoli di Stato che attualmente fanno da garanzia al sistema previdenziale statunitense; consentire gli investimenti produttivi aiuterebbe quindi anche a risolvere i problemi di passività del sistema di previdenza sociale.

Il sistema previdenziale è destinato al tracollo?

A condizioni immutate, il sistema attuale rimarrà a secco nel giro di circa quarant'anni – molto prima che la maggior parte degli studenti dei college raggiungano l'età pensionabile. Nessuno pensa veramente che la previdenza sociale scompaia; il sistema politico non lo consentirebbe. La questione principale, negli Stati Uniti e altrove, è trovare una riforma che faccia fronte ai debiti già maturati limitando al massimo i danni collaterali all'offerta di capitali negli investimenti produttivi.

⁴⁹ Per chi fosse interessato ad alcuni articoli di facile lettura, anche se di contenuto tecnico, sulla riforma della previdenza sociale, segnaliamo: Gramlich E., "Different Approaches for Dealing with Social Security"; Mitchell O.S., Zeldes S.P., "Social Security Privatization: A Structural Analysis"; J. Kotlikoff, "Privatizing Social Security at Home and Abroad"; Schieber S.J., Shoven J.B., "Social Security Reform: Around the World in 80 Ways", tutti in *American Economic Association Papers and Proceedings*, maggio 1996. Si possono trovare diversi articoli di facile lettura in "Reforming Social Security in Theory and Practice", Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, marzo-aprile 1998. Un'attenta e dettagliata analisi della privatizzazione dei sistemi previdenziali si trova in Greanakoplos J., Mitchell O., Zeldes S., "Would a Privatized Social Security System Really Pay a Higher Rate of Return?", *Yale Working paper*, settembre 1999.

⁵⁰ Numerosi comitati di studio hanno avanzato proposte di riforma, alcune delle quali sono state attuate, e senza dubbio continueranno a nascere nuovi comitati e nuove idee. Come esempio delle difficoltà cui si trovano di fronte i progetti riformatori, vi consigliamo di leggere il seguente articolo sull'*Advisory Council on Social Security*: "Panel in Discord on the Financing of Social Security: A Baby-Boom Shortage", *New York Times*, 8 dicembre, 1996.

⁵¹ Come abbiamo rilevato nel Capitolo 2, ci sono buoni motivi per credere che il tasso d'inflazione effettivo sia sovrastimato rispetto ai dati correnti.

⁵² Si vedano: Gramlich E.M., "Different Approaches for Dealing with Social Security"; Diamond P.A., *Proposals to Restructure Social Security*", entrambi in *Journal of Economic Perspectives*, estate 1996.

SOMMARIO

- 1.** La Grande Depressione plasmò sia la moderna macroeconomia sia molte tra le istituzioni economiche. Il livello estremamente elevato di disoccupazione e la durata della depressione portarono alla convinzione che l'economia privata fosse instabile e che l'intervento pubblico fosse necessario per mantenere livelli di occupazione elevati.
- 2.** L'economia keynesiana ebbe successo perché sembrò spiegare le cause della Grande Depressione – un collasso nella domanda di investimenti – e perché puntò a una politica fiscale espansiva come strumento per prevenire future depressioni.
- 3.** Per quanto riguarda gli Stati Uniti, c'è una corrispondenza approssimativa tra crescita monetaria e andamento dell'inflazione. La crescita monetaria influisce effettivamente sull'inflazione, tuttavia l'impatto si manifesta dopo un certo intervallo di tempo, di durata variabile. Nel breve periodo, l'inflazione risente di fattori diversi dagli shock monetari, come le variazioni della politica fiscale e gli shock dell'offerta.
- 4.** Quando la politica fiscale diventa espansiva, la Banca Centrale si trova di fronte a tre possibilità: può decidere di monetizzare il disavanzo pubblico, e quindi accrescere l'offerta di moneta al fine di evitare un aumento dei tassi d'interesse e lo spiazzamento della spesa privata; può decidere di mantenere costante il tasso di crescita della moneta; può addirittura adottare una politica monetaria restrittiva. Se la Banca Centrale monetizza il disavanzo, corre il rischio di alimentare l'inflazione. Dall'evidenza empirica relativa agli Stati Uniti non emerge nulla di certo riguardo al comportamento della Federal Reserve di fronte ai disavanzi del bilancio pubblico.
- 5.** L'inflazione agisce come un'imposta sui saldi monetari reali. Se un individuo vuole mantenere costante il potere d'acquisto della moneta che detiene, in caso d'inflazione deve aumentare la quantità nominale di moneta in suo possesso. In questo modo vengono trasferite risorse da coloro che detengono moneta a coloro che la emettono, vale a dire allo Stato.
- 6.** In molti casi l'iperinflazione è stata una conseguenza della guerra; in genere essa è accompagnata da forti deficit di bilancio. Lo Stato può utilizzare l'imposta da inflazione per finanziare il disavanzo di bilancio, ma solo fino a un certo punto, altrimenti l'inflazione diventa incontrollabile.
- 7.** Esiste un'interazione reciproca tra inflazione e disavanzi di bilancio pubblico. I grandi deficit di bilancio tendono a produrre inflazione in quanto vengono finanziati, almeno in parte, mediante l'emissione di moneta. Viceversa, man mano che l'inflazione aumenta il disavanzo tende a crescere, perché diminuisce il valore reale del gettito fiscale. Inoltre, poiché il tasso d'interesse nominale sale con il crescere dell'inflazione, aumenteranno anche gli interessi nominali sul debito pubblico che contribuiscono al disavanzo di bilancio. Per eliminare questo effetto si calcola il disavanzo corretto per l'inflazione.
- 8.** Quando si riesce a stabilizzare il livello dei prezzi dopo un periodo d'inflazione elevata, per un certo tempo la moneta cresce molto rapidamente, perché gli individui vogliono aumentare i propri saldi monetari reali.
- 9.** Per quanto riguarda l'Italia, l'andamento dell'inflazione nel periodo 1970-1995 trova evidente riscontro nella dinamica della massa monetaria. Negli anni Settanta, il decennio in cui esplose l'inflazione, il tasso d'interesse reale è stato negativo, mentre a partire dagli anni Ottanta, con l'avvio di un graduale ritorno alla stabilità dei prezzi, è ridiventato positivo. Quest'ultimo fenomeno è stato determinato in parte dalla politica monetaria restrittiva adottata dalla Banca Centrale, in parte dalla politica fiscale.
- 10.** L'indipendenza della Banca Centrale è uno strumento cui le democrazie ricorrono per aumentare la credibilità della politica e contribuire ad attenuare il problema dell'incoerenza dinamica.

11. La spesa pubblica viene finanziata attraverso le imposte e il debito pubblico.
12. Le entrate del governo federale degli Stati Uniti derivano principalmente dall'imposta sul reddito delle persone fisiche e dai contributi sociali. L'entità di quest'ultima voce è cresciuta rapidamente dalla fine della Seconda Guerra Mondiale, e in modo particolare dagli anni Sessanta in poi.
13. Le uscite del governo federale degli Stati Uniti sono costituite principalmente dalle spese per la difesa e dai trasferimenti. In rapporto al PIL, le spese per la difesa sono diminuite negli ultimi trent'anni, mentre i trasferimenti e gli interessi sul debito pubblico sono aumentati.
14. Il rapporto debito-reddito, o rapporto d'indebitamento, aumenta se il tasso di crescita del debito pubblico (determinato dai pagamenti per interessi e dal disavanzo primario) è maggiore del tasso di crescita del reddito nominale.
15. Negli Stati Uniti, come in molti altri Paesi, la previdenza sociale si basa su un sistema a ripartizione. Il sistema previdenziale di molte nazioni è in crisi a causa del calo del tasso di crescita della popolazione.
16. Quanto più i contributi previdenziali incidono sul risparmio e sull'investimento privato, tanto più si riduce lo stock di capitale a disposizione della società.

TERMINI CHIAVE

Grande Depressione	politica credibile	spese discrezionali
New Deal	premio di credibilità	disposizioni di legge
rivoluzione keynesiana	inerzia inflazionistica	acquisti pubblici
teoria quantitativa della moneta	costo relativo del rientro	trasferimenti
velocità della moneta	vincolo di bilancio del settore pubblico	deficit primario (non per interessi)
iperinflazione	monetizzazione	rapporto debito-reddito
deficit adeguato per inflazione	signoraggio	contabilità intergenerazionale
approccio eterodosso alla stabilizzazione	imposta da inflazione	sistema a ripartizione (della previdenza sociale)
	spese obbligatorie	onere del debito

PROBLEMI

Teorici

1.
 - a. Quali furono le cause della Grande Depressione secondo i "keynesiani"?
 - b. Quali furono le cause della Grande Depressione secondo i "monetaristi"?
 - c. Queste spiegazioni si escludono a vicenda?
 - d. Perché gli studiosi di macroeconomia sono così interessati a spiegare le cause della Grande Depressione?
2. L'inflazione è un fenomeno monetario? Nel rispondere tenete conto della differenza tra breve e lungo periodo.
3.
 - a. Indicate i punti deboli e i punti di forza del gradualismo e della politica "della doccia fredda" nella lotta contro l'inflazione.
 - b. Perché la credibilità della politica disinflazionistica è importante?
4. I disavanzi di bilancio sono un problema? Perché?
5. In quali situazioni la Banca Centrale dovrebbe, e in quali non dovrebbe, monetizzare il disavanzo di bilancio pubblico?
6. In che modo l'inflazione può procurare entrate al settore pubblico?

- 7.** Al culmine dell'iperinflazione tedesca, lo Stato riusciva a finanziare solo l'1% della spesa pubblica attraverso le imposte.
- In che modo lo Stato tedesco avrebbe potuto finanziare il rimanente 99% delle proprie uscite?
 - Spiegate come mai, al termine dell'iperinflazione tedesca, lo stock nominale di moneta poté crescere di quasi venti volte senza riaccendere l'inflazione.
- *8.** Gli episodi di iperinflazione in genere si sono verificati al termine di guerre o di grandi sconvolgimenti sociali. Quali fattori sono all'origine degli alti tassi d'inflazione registrati in Russia nei primi anni Novanta?
- 9.**
- Quanto dobbiamo preoccuparci della componente del deficit pubblico costituita dagli interessi sul debito pubblico?
 - Quanto dobbiamo preoccuparci del debito pubblico? Da quali punti di vista esso rappresenta un onere per la società?
- 10.** Dovremmo pretendere che il bilancio dello Stato sia sempre in pareggio? Motivate la vostra risposta.
- 11.** Perché è più utile considerare il rapporto tra debito pubblico e PIL, piuttosto che il valore assoluto del debito?
- 12.** La riunificazione della Germania ha comportato ingenti spese per la costruzione di infrastrutture nella parte orientale del Paese e per trasferimenti ai cittadini dell'ex Repubblica Democratica Tedesca. A vostro parere queste spese avrebbero dovuto essere finanziate mediante:
- creazione di moneta, per il loro carattere transitorio ed eccezionale;
 - debito pubblico;
 - imposte.
- Giustificate la vostra risposta.
- 13.**
- Perché un sistema di previdenza sociale a ripartizione potrebbe trasferire risorse dai giovani agli anziani?
 - Come giudichereste un tale sistema sul piano dell'efficienza economica?
 - *c. Esistono altri modi in cui potrebbe essere strutturato il sistema previdenziale, in grado di risolvere, almeno in parte, i problemi che pone quello attuale? Spiegate la vostra risposta.

Tecnici

- 1.** Talvolta si dice che, se fosse terminata nel 1931, la Grande Depressione avrebbe rappresentato solo una grave recessione, ma non sarebbe stata la catastrofe che si dimostrò.
- Utilizzando la Tabella 18.1 calcolate il tasso al quale il PNL statunitense diminuì dal 1929 al 1931.
 - Cosa emerge dal confronto tra quel tasso e il tasso al quale il PIL reale scese durante la recessione del 1990-1991?
 - Condividete l'affermazione iniziale di questo problema? Motivate la vostra risposta.
- 2.** Servendovi della Tabella 18.2 spiegate perché il fatto di concentrarsi sul disavanzo di bilancio effettivo da parte dei responsabili politici potrebbe aver generato un'impressione fuorviante circa la politica fiscale statunitense tra il 1929 e il 1933.
- 3.** Ipotezzate che la base monetaria sia pari al 10% del PIL. Supponete inoltre che il governo abbia intenzione di far salire il tasso d'inflazione annuo da 0 al 10%, perché ritiene che in questo modo le entrate dello Stato aumenteranno in misura pari all'1% del PIL. Spiegate perché il governo evidentemente ha sovrastimato le entrate che potrà ottenere mediante l'imposta da inflazione.

* Un asterisco indica che il problema è più difficile della media.

4. Calcolate il disavanzo corretto per l'inflazione, supponendo che il debito pubblico sia pari al 30% del PIL, il tasso d'inflazione annuo sia pari al 7% e il disavanzo di bilancio totale sia pari al 4% del PIL.
5. La Tabella 18.11 indica i valori del tasso di crescita di M2, del tasso d'inflazione e del tasso di crescita della produzione negli Stati Uniti (i dati presentati in tabella sono medie decennali). In che misura la crescita monetaria, adeguata per la crescita della produzione, spiega l'andamento dell'inflazione negli Stati Uniti dal 1870 ai giorni nostri?

Tabella 18.11
Moneta,
produzione
e inflazione
negli Stati Uniti,
1870-1999

	Tasso di crescita della moneta* (%)	Tasso di crescita della produzione† (%)	Tasso di inflazione (%)
1870-1879	2,3	5,5	-3,0
1880-1889	6,6	1,4	-1,1
1890-1899	5,0	3,7	-2,2
1900-1909	7,3	4,0	1,9
1910-1919	9,8	3,5	6,6
1920-1929	3,3	4,2	2,2
1930-1939	0,8	1,5	-1,9
1940-1949	11,5	3,4	5,6
1950-1959	3,8	3,3	2,5
1960-1969	7,1	4,0	2,7
1970-1979	9,8	2,8	7,1
1980-1989	8,0	2,6	5,4
1990-1999	4,0	3,0	2,3

* Tasso di crescita di M2. † In base al deflatore del PIL.

Fonti: dal 1870 al 1959, Friedman M., Schwartz A., *Monetary Trends in the United States and the United Kingdom*, University of Chicago Press, Chicago 1982; dal 1960 al 1989, DRI/McGraw-Hill, dal 1990 al 1999, www.economagic.com

6. La Tabella 18.8 indica com'è cambiata negli ultimi decenni la spesa del governo federale degli Stati Uniti.
 - a. Calcolate quanto è cresciuta dagli anni Sessanta a oggi la spesa totale in rapporto al PIL.
 - b. Negli anni Sessanta (soprattutto a causa della guerra del Vietnam) le spese per la difesa erano la principale componente delle uscite del governo federale. Dagli anni Settanta in poi qual è stata la principale componente delle uscite totali?
 - c. Quali risultano essere, dalla tabella, le voci che hanno contribuito all'aumento della spesa totale dagli anni Sessanta ai giorni nostri?
7. La Tabella 18.9 indica come sono cambiate negli ultimi decenni le entrate del governo federale degli Stati Uniti.
 - a. Calcolate quanto sono cresciute le entrate totali dagli anni Sessanta a oggi.
 - b. L'imposta sul reddito delle persone fisiche era la principale fonte di entrate per il governo federale negli anni Sessanta e rimane tale ancora oggi. La seconda fonte di entrate per importanza è invece cambiata nel corso del tempo; qual era negli anni Sessanta? Qual è diventata in seguito?
 - c. Osservando i dati della tabella, quali risultano essere le voci che hanno contribuito all'aumento delle entrate totali in rapporto al PIL dagli anni Sessanta ai giorni nostri?
8. Usate i dati delle Tabelle 18.8 e 18.9 per stimare il deficit di bilancio del governo federale degli Stati Uniti in rapporto al PIL in ognuno dei decenni indicati. Di quanto è aumentato il deficit dagli anni Sessanta ai giorni nostri?
9. Se il tasso di crescita annuo del prodotto fosse pari in media al 4% e quello del debito pubblico al 5%, cosa accadrebbe al rapporto debito-PIL con il passare del tempo? Perché?