

L'EFFICACIA DELLE POLITICHE FISCALI
E MONETARIE, TRA TEORIA E STORIA.
OLTRE LE ASPETTATIVE RAZIONALI
E LA TEORIA QUANTITATIVA DELLA MONETA*

Elio Cerrito

1. *Le impasse novecentesche della politica economica.* La teoria economica del XX secolo si chiudeva con una contraddizione la cui risoluzione è cruciale per ridare slancio nel XXI secolo a crescita e capacità di governo dei fenomeni economici.

La grande depressione interbellica svelava al mondo il rilievo della domanda – preconizzato dal pensiero sottoconsumista – per l'ottenimento dello sviluppo economico. Seguivano politiche pubbliche interventiste e azioni per il sostegno della domanda. Per alcuni decenni, politiche di *demand management* e politiche fiscali in deficit si accompagnarono a una stagione senza uguali di crescita sostenuta, diffusa ed equidistribuita. La *Teoria generale*, le opere di Abba Lerner, Alvin Hansen, Roy Harrod, Evsey Domar e dello stesso Milton Friedman suggerivano il rilievo della espansione della domanda ai fini del conseguimento di un incremento di reddito delle popolazioni.

La lunga stagione postbellica del *demand management*, della programmazione economica e dell'abbandono del rigore di bilancio si chiudeva con acquisizioni epocali in termini di crescita economica. Paradossalmente, tuttavia, giunta negli anni Settanta la crescita economica a un rallentamen-

* Banca d'Italia. Le tesi qui espresse sono personali, nessuna responsabilità ricade sull'istituto di appartenenza. La genesi e una prima formulazione delle linee esposte in queste pagine risalgono a una serie di saggi pubblicati da chi scrive dalla metà degli anni Novanta del secolo scorso (cfr. nota 14 per un elenco), saggi che comprendono anche una riflessione su ulteriori aspetti e sviluppi di *policy*. Quella visione è qui chiarificata, allargata e approfondita in relazione a due fondamentali capisaldi del pensiero economico. Dopo la stesura di molti appunti e stralci negli anni passati, in particolare tra il 2012 e il 2014, la prima bozza di un testo esteso, allargato a concetti essenziali per un nuovo *consensus* di *policy* e che anche include le pagine qui pubblicate, risale a giugno 2016. Ringrazio per i commenti Roberto Ciccone.

to, che la consapevolezza odierna porta a giudicare minore e transitorio, ed esplosa l'inflazione, quella stagione si chiudeva anche con un lascito teorico segnato da radicale scetticismo riguardo l'efficacia delle politiche economiche pubbliche per il conseguimento della crescita economica e lo *shift* dell'enfasi sulle politiche dell'offerta piuttosto che della domanda, sul tema della produttività, della compressione dei costi, inclusi spesso quelli salariali e del *welfare state* che sostenevano la domanda. Cambiarono le politiche tra anni Settanta e anni Ottanta. La crescita continua e vigorosa fu progressivamente persa. E molti elementi indussero la convinzione che le politiche non avevano più effetto ai fini del sostegno del reddito e della occupazione.

Quattro elementi fondavano il pessimismo riguardo le politiche fiscali e monetarie con cui si chiudeva il Novecento e si apriva il XXI secolo. Il pensiero di Milton Friedman, che sicuramente meglio emblematizza la svolta dal keynesismo al nuovo *consensus*, enfatizza tre cruciali *impasse*:

- a) la prima è rappresentata dai *lag* lunghi, variabili e ignoti con cui la politica fiscale e monetaria potrebbero produrre i loro effetti reali, ciò che comporta gravi problemi di instabilità e incertezza riguardo l'imputazione degli effetti a una politica. Si può abbinare a questa obiezione l'altra, diversa, della *sluggishness* della politica fiscale, evidentemente macchinosa, lenta, poco reattiva e non necessariamente precisa;
- b) la seconda è la cosiddetta curva di Phillips verticale¹, ovvero la vanificazione delle espansioni monetarie e fiscali a sostegno della domanda, a causa di un lento agire di aspettative che, presa nota della politica espansiva, spingono i *price setters* a muovere il livello dei prezzi verso l'alto, elidendo l'influenza espansiva sul reddito reale. La politica monetaria espansiva – ma l'obiezione è perfettamente estensibile alla politica fiscale – produce un piccolo effetto sui livelli di attività nel breve periodo, ma presto perde ogni efficacia, e i livelli di attività tornano allo stato *quo ante* ma con il regalo avvelenato di una inflazione più alta, donde una sostanziale neutralità di medio e lungo periodo della moneta (vale a dire la sua influenza esclusivamente sui prezzi, non sul prodotto reale);
- c) la terza deriva dal fatto che la crescita del reddito *permanente* nominale, anche annullato l'effetto delle aspettative, produce inflazione per la

¹ La curva di Phillips stabiliva, come noto, un rapporto diretto tra il tasso di inflazione e la riduzione della disoccupazione, ovvero, nella accezione pratica, un rapporto diretto tra politiche economiche espansive e crescita. Se la curva diventa verticale, le politiche espansive non producono alcun effetto sull'occupazione e il reddito, ma solo sui prezzi.

maggiori disponibilità degli *acquirenti* ad accettare incrementi di prezzo proposti dai venditori; e dunque la promozione della crescita del reddito nominale non è utilizzabile per influire su grandezze reali.

Più in generale, le tre *impasse* sono riassumibili nella proposizione di Friedman per cui la politica monetaria – e, si può aggiungere, quella fiscale aggregata – controlla esclusivamente le grandezze nominali, non controlla le grandezze reali.

d) In anni più recenti, vari studi hanno cercato di misurare con tecniche econometriche il moltiplicatore keynesiano del reddito a fronte di espansioni fiscali, giungendo alla conclusione che detto moltiplicatore è assai basso, inferiore (anche largamente) alla unità, e che il perseguitamento della crescita attraverso la sua azione comporta necessariamente la accumulazione di ingente debito e grave instabilità nella finanza pubblica – come teorizzato da alcune correnti –, oltre a scarsa efficacia.

Si deve infine aggiungere una serie significativa di evidenze recentissime che depongono per:

e) situazioni in cui la politica monetaria e il *deficit spending* non controllano neanche le grandezze nominali, nel senso che non solo il reddito reale, ma anche quello nominale non ne sono influenzati;

f) le notazioni di cui sopra sono state riferite in genere al movimento delle *quantità* decise dalle politiche economiche. Ma è evidenza chiara dei nostri giorni, e non solo, che anche i tassi di interesse – in particolare il loro ribasso, mentre discorso più complesso va fatto per gli effetti dei rialzi a fini di restrizione – possono avere capacità ridotte o nulle di promuovere la crescita.

Come superare il pessimismo radicale di tale evoluzione del pensiero economico e spiegare come politiche espansive possano accompagnarsi tanto ai successi della *Golden Age* occidentale che agli insuccessi di molte esperienze contemporanee?² È possibile costruire un percorso diverso, fondato

² Al tempo stesso, nel pensiero economico si sono aperte altre contraddizioni rilevanti. La prima trova fondamento nell'analoga *impasse* cui è giunta la prospettiva di crescita inscritta nella *supply side economics*, e nell'illusorio mito della produttività come chiave di volta di *policy*, chiaramente incapace di produrre risultati in condizioni di insufficienza della domanda o, si vedrà altrove, di assenza di convenzioni espansive. La seconda contraddizione o diatriba è quella tra i fautori di un keynesismo incentrato sul ruolo propulsivo del tasso di interesse e di un altro più propenso a vedere nella quantità di moneta la variabile strategica. Infine, il successo della impostazione di Jan Tinbergen ha portato in passato a una distinzione netta tra politica fiscale aggregata e politica monetaria, senza cogliere la storicità di alcuni assetti, le interazioni, la sostanziale riducibilità di entrambe a poche elementari

storicamente e teoricamente razionalizzabile, che permetta di uscire da tali *impasse* e attraverso cui le politiche economiche possano ritrovare la strada della crescita?

Sono questi i due quesiti ai quali questo saggio e la più ampia riflessione in cui è impegnato l'autore si propongono di rispondere. Sono quesiti strategici, attualissimi, la risposta ai quali ha un impatto diretto sugli assetti istituzionali e le politiche contemporanee; e implicazioni di evidente rilievo per il tenore di vita delle popolazioni, per la occupazione, per l'equidistribuzione o l'ineguaglianza dei redditi. Una riflessione su evidenze di storia dell'economia contemporanea e su alcune tappe cruciali della storia del pensiero economico (e di quello scientifico; eminentemente, ma non solo, l'apertura al paradigma della complessità) permette di spostare sensibilmente in avanti la nostra capacità di risposta a tali quesiti.

2. *Acquisizioni pregresse*. Tre pilastri teorici costituiscono i punti di partenza di un tale percorso.

Il primo è rappresentato dall'integrazione del comportamento economico nel più ampio insieme dei comportamenti sociali e culturali. Si tratta di una prospettiva anticipata da elementi della scuola storica tedesca e che più compiutamente risale alla tradizione storica francese della unitarietà delle discipline sociali proposta da Henri Berr, Lucien Febvre e Marc Bloch³. Che tale prospettiva sia largamente e da lungo tempo data per scontata in ambito storico è noto. Con grave ritardo, solo da poco e assai timidamente accenni alla necessità di una visione unitaria delle scienze sociali cominciano a diffondersi tra gli economisti⁴, attardatisi in assunti irrealistici, in formalismi raramente utili, in tecnicismi econometrici. In due saggi del 2002 e del 2005, chi scrive basava esplicitamente la necessità dell'adozione di un «paradigma storico», della *complessità* (contrapposto a uno «banale»⁵ della economia), sulla natura strategica dell'agire econo-

funzioni che attenuano molte distinzioni: la moltiplicazione o demoltiplicazione monetaria, la variazione della domanda potenziale, la variazione della spesa, la variazione dei principali tassi di interesse.

³ M. Bentley, *Modern Historiography. An Introduction*, London-New York, Routledge, 1999, pp. 107, 113.

⁴ Si veda, ad esempio, facilmente consultabile, N. Smith, *Economics Struggles to Cope With Reality*, June 10 2016, <https://www.bloomberg.com/view/articles/2016-06-10/economics-struggles-to-cope-with-reality>.

⁵ Sulla definizione di *banalità*, si veda *infra* la citazione associata alla nota 46.

mico, ovvero più esattamente sociale, sintesi in una strategia di preferenze economiche ed extraeconomiche che inficia la separatezza della sfera economica (con preferenze extraeconomiche sovente sovraordinate alla dimensione finanziaria), sul ruolo decisivo di individui o piccoli gruppi o fattori locali nei quali l'influenza dei fattori «extra-economici» ed eccezionali non può essere eliminata attraverso l'aggregazione e i grandi numeri⁶. Sono stati altresì inclusi in tale capitolo elementi ineludibili per uno storico, quali l'irrazionalità e la informazione imperfetta; la formazione ed evoluzione di network e di proprietà emergenti; l'influenza assai concreta di fattori culturali e della loro evoluzione; la complessità ed evoluzione delle relazioni interpersonali; l'eterogeneità, il rilievo di fenomeni cognitivi, di apprendimento, di esperienza storica; il rilievo dei dati emozionali, e simili. Come importante corollario, e conformemente a quanto emerge recentemente su base empiriche con le moderne neuroscienze, occorre emendare radicalmente la primazia della razionalità nel processo di decisioni economiche con un ben più complesso riferimento a «fenomeni cognitivi» o ancora più latamente psichici (intendendo per psiche un complesso sistema di interazioni sia fisiologiche – anche extra-cerebrali – che simboliche). La razionalità, cardine di gran parte dell'edificio teorico della scienza economica, si riduce a un ruolo di coprotagonista – talora di mera comparsa. Molte categorie economiche, ad esempio le aspettative razionali, uno dei cardini delle politiche e delle istituzioni economiche di fine XX secolo e inizio XXI, vanno drasticamente ripensate alla luce di concetti più approfonditi. Ma, accanto alla concettualizzazione, occorre il richiamo a strumenti disdegnati dal positivismo, ma almeno altrettanto cruciali. È convinzione di chi scrive che nelle scienze sociali, a maggior ragione assodato il rilievo dei processi psichici, accanto al ricco armamento degli strumenti disponibili, da quelli logico-statistici all'analisi di fonti micro e aggregate, le parole forse più importanti sono state scritte alla fine del XIX secolo da Wilhelm Dilthey nella enucleazione del concetto tutt'altro che idealistico di *Erlebnis*⁷ e di introspezione delle dinamiche di interazione interindividuale; fondamentale al fine tanto della formulazio-

⁶ E. Cerrito, *Rethinking the Evidence and Paradigms of Financial Crises. Italy and the International System, 1880-1893*, Working Paper Ise, Milano, Università Bocconi, 2002, n. 1; Id., *Principi e fondamenti di un paradigma storico della moneta e della stabilità finanziaria*, in «Studi Storici», XLVI, 2005, n. 1.

⁷ W. Dilthey, *Introduzione alle scienze dello spirito*, Torino, Paravia, 1949, pp. 48-49; si veda altresì la prefazione di Omero Bianca, p. XXII.

ne delle ipotesi interpretative, quanto della validazione profonda di un risultato scientifico, nonché di una relativizzazione non-banale degli stessi risultati della *neuroeconomics* e della economia sperimentale. La *Erlebnis* ha altresí un valore strategico di risposta al problema della complessità, vuoi in quanto in grado di riprodurla in notevole misura, vuoi in quanto strumento per trovarne una sintesi.

Il secondo pilastro è rappresentato dalla negazione della indipendenza di politica fiscale aggregata e politica monetaria, e in alcuni casi dalla riduzione delle politiche fiscali aggregate alla politica monetaria. Effetti della politica fiscale sulla domanda aggregata si esplicitano sempre in grandezze monetarie, non possono agire senza tradursi in equivalenti variazioni degli aggregati monetari o della velocità della moneta (pena la sterilità: una politica fiscale espansiva che non espande la moneta o utilizza una disponibilità monetaria inutilizzata è condannata a sostanziale inefficacia), e gli aggregati monetari sono strettamente controllabili dalla politica monetaria. Interazioni tra i due campi sono essenziali: dalla sostituibilità di biglietti e titoli di debito nel finanziamento del Tesoro agli stimoli del processo di creazione della moneta che vengono dagli acquisti bancari di titoli del debito pubblico, a infiniti altri meccanismi di prezzo e di quantità. Ci si può riferire, al fondo, alla assimilazione di politica fiscale e monetaria nella finanza funzionale di Abba Lerner e al noto scambio di idee tra questi e Keynes a proposito della rilevanza ultima della sola politica monetaria⁸. Prospettive simili sono state riprese in forma più analitica dalla *Modern Monetary Theory*, riassumibili in una proposizione densa di implicazioni:

Government spends (purchasing goods and services or making «transfer» payments such as Social Security and welfare) by crediting bank accounts of recipients; this also leads to a credit to their bank's reserves at the central bank. Government taxes by debiting taxpayer accounts (and the central bank debits reserves of their banks)⁹.

⁸ D. Colander, *Was Keynes a Keynesian or a Lernerian?*, in «Journal of Economic Literature», Vol. 22, No. 4, December 1984, p. 1574: «At a dinner Alvin Hansen had arranged for Keynes, Lerner and Keynes had another exchange which is also worth noting. Lerner approached Keynes and asked: "Mr. Keynes, why don't we forget all this business of fiscal policy, public debt and all those things, and have some printing presses". Keynes, after looking around the room to see that no newspaper reporters could hear, replied: "It's the art of statesmanship to tell lies but they must be plausible lies"».

⁹ L. Randall Wray, *Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2012, p. 115.

Ciò significa non solo che il deficit pubblico produce il surplus degli altri settori – famiglie, imprese, non residenti – e il surplus pubblico produce il deficit degli altri settori, ma anche che le dimensioni totali della spesa sono sempre intermediate e controllabili dalla banca centrale. Altrettanto essenziale è riflettere che, al di là delle apparenze determinate dalla recente evoluzione verso l'indipendenza delle banche centrali, l'emissione di base monetaria è facoltà statuale, solo delegata all'autorità monetaria, e che tra le fonti di finanziamento del Tesoro figurano *come sostituibili* due diverse passività riconducibili allo Stato, il titolo del debito pubblico, da rimborsare e con interesse, e il biglietto, senza scadenza e senza interesse. Quale differenza si può d'altra parte stabilire tra politica fiscale e politica monetaria quando la banca centrale finanzia il Tesoro in una forma o nell'altra e il Tesoro spende quei fondi per stipendi, consumi o investimenti? In definitiva, politica fiscale aggregata e politica monetaria cooperano in forme varie nella associazione di poche essenziali funzioni: emissione di mezzi di pagamento, definizione della potenzialità di spesa della collettività ovvero della domanda potenziale, influenza sui volumi della spesa ovvero della domanda effettiva, influenza sui tassi di interesse. Su tali funzioni occorre concentrare l'attenzione ai fini del sostegno allo sviluppo economico. Ovviamente la moneta definisce un limite approssimativo alla spesa potenziale; e perché la spesa potenziale divenga attuale occorre spesso che si verifichino condizioni varie, tra le quali sovente la spesa pubblica o una facoltà di spesa direttamente attivabile dall'autorità monetaria.

Ulteriori elementi essenziali vanno tenuti in conto: *a*) agli effetti macroeconomici conta solo la moneta che viene *spesa* (nei circuiti reali), concetto sul quale Abba Lerner insiste più volte, fino ad avere in assoluto non cale – forse eccedendo – la moneta inattiva, concetto peraltro che andrebbe approfondito, in quanto in sistemi con intermediari finanziari e credito la liquidità stagnante si riduce a poca cosa; *b*) non c'è nessuna razionalità nell'emettere debito pubblico quando vi sono risorse inutilizzate, perché in tali casi è razionale espandere la spesa emettendo base monetaria (che non paga cedole e non ha scadenza di rimborso) e non debito con cedole e da rimborsare¹⁰; *c*) quando la banca centrale non ha facoltà di spesa diretta o

¹⁰ E. Cerrito, *Depressioni. Caratteri e genesi della depressione di fine XIX secolo, più altre tre (e un'altra ancora)*, in «Studi Storici», XLIV, 2003, n. 3-4, p. 688; Id., *Principi*, cit., pp. 23, 106. Nel tempo, ho perso il riferimento alla fonte, ma la precisa notazione che in un contesto di depressione è sciocco emettere debito con cedola, mentre occorre emettere biglietti senza scadenza e senza oneri per il bilancio pubblico, l'ho trovata in un periodico econo-

di incidere sui consumi, la spesa del Tesoro può selezionare i circuiti entro cui immettere spesa aggiuntiva (tipicamente, l'economia reale *versus* i mercati finanziari, ma anche molto più analiticamente, ad esempio in termini territoriali, come praticato nella programmazione italiana), e la facoltà della politica fiscale di tassare può selezionare tra restrizione dei consumi e restrizione degli investimenti; *d)* vi sono casi storici importanti in cui la banca centrale ha facoltà di spesa diretta, e in alcuni casi – quali le politiche di *welfare* al fine di fornire stabilizzatori automatici della domanda nel ciclo – è possibile pensare a organismi *tecnicici, non-sluggish* finanziati in moneta, che operano trasferimenti e attuano piani di investimento anche sottratti alla discrezionalità del governo, ma tutelati da qualche forma di *governance* pubblica.

Un caso di riduzione chiara delle politiche di controllo della domanda alla politica monetaria è rappresentato da un *mix* di politica fiscale espansiva e politica monetaria restrittiva: l'espansione fiscale incontra un limite nella quantità di moneta ammessa dall'autorità monetaria (storicamente rilevanti le tecniche di massimale sui crediti utilizzate negli Usa e in Europa, ma ruolo analogo può giocare la restrizione delle riserve liquide delle banche o la imposizione di *ratio* prudenziali o la politica dei tassi) e dunque nell'espansione possibile della spesa aggregata, con la risultante che l'espansione fiscale dà luogo a fenomeni di spiazzamento degli investimenti privati e non produce un uguale effetto di espansione della domanda. Ulteriori complessità emergono dal caso opposto di una politica fiscale restrittiva e di una politica monetaria espansiva. Un *mix* che può produrre una espansione della *facoltà potenziale* di spesa, ma – senza il concorso della spesa del Tesoro – il ristagno di disponibilità monetarie non viene speso nei circuiti dell'economia reale; tale *impasse* si supera se la politica monetaria – come storicamente realizzato in passato – può attuare autonomamente la spesa nei confronti dell'economia reale indipendentemente dal Tesoro, sia mediante credito, sia mediante trasferimenti, con meccanismi decisionali variamente partecipati. *En passant*, giova ricordare che qui si dà per scontato che la cooperazione tra Tesoro e banca centrale permette di tenere costantemente sotto controllo l'evoluzione del potere di spesa monetario, attraverso l'im-

mico italiano di fine Ottocento, direi a fine anni Ottanta o più probabilmente inizio anni Novanta, sottoscritta da uno dei più noti economisti e pubblicisti coevi. Il principio doveva dunque essere già ben chiaro, ma non prevalente, e forse una delle fonti di ispirazione della corrente di pensiero italiana che aspirava in quegli anni a innalzare i limiti della circolazione.

posizione fiscale, le politiche di tasso di interesse e prudenziali, la normativa primaria e secondaria, oltre che naturalmente il potere di spesa diretta e l'emissione o la restrizione di base monetaria.

Il terzo pilastro, ancor più fondamentale, richiede minori spiegazioni. Consiste nel drastico ridimensionamento o nell'abbandono dell'assunto di rendimenti decrescenti di scala. Come Sraffa afferma, è assurdo ipotizzare che un produttore o un commerciante arrestino l'espansione del volume di affari perché lo impediscono i costi; la benedizione dell'imprenditore è ovviamente un livello di domanda elevato e crescente; se gli imprenditori utilizzassero tale benedizione solo per alzare tutti i prezzi e non per aumentare il prodotto, non vi sarebbe mai stata nella storia alcuna crescita reale. Le evidenze storiche e il buon senso portano a concludere nel senso della larga prevalenza dei casi di rendimenti costanti o crescenti, e del carattere largamente minoritario e di solo breve periodo dei rendimenti decrescenti. Evidenze storiche fondamentali e ben motivabili sono emerse fin dall'età medievale e moderna almeno, e sono desumibili in termini aggregati dalla semplice constatazione di secoli di aumento del reddito pro capite, della popolazione e della dimensione delle città e delle imprese; nonché dal consenso di autorevoli economisti che rifiutano le astratte stilizzazioni neoclassiche e da inchieste svolte tra gli imprenditori¹¹. Sull'assunto di rendimenti decrescenti è stata eretta gran parte dell'economia contemporanea. Ma si tratta di una montagna dai piedi d'argilla. Le implicazioni dell'abbandono di tale assunto sono molte e fondamentali. Qui ci si limita a mettere in luce

¹¹ A.S. Blinder, E.R.D. Canetti, D.E. Lebow, J.B. Rudd, *Asking About Prices. A New Approach to Understanding Price Stickiness*, New York, Russell Sage Foundation, 1998, pp. 100-103, pubblicano i risultati di una indagine tra le imprese. Ma si veda altresì una ricca letteratura: P. Sraffa, *The Laws of Returns under Competitive Conditions*, in «The Economic Journal», Vol. XXXVI, No. 144, December 1926; R.L. Hall, C.J. Hitch, *Price Theory and Business Behaviour*, Oxford Economic Papers, No. 2, May 1939, p. 20; A.H. Hansen, *Teoria monetaria e politica finanziaria* (ed. or. *Monetary Theory and Fiscal Policy*, 1949), Milano, Cassa delle Province Lombarde, 1967, pp. 126-128, 142; G. Stigler, *The Division of Labor is Limited by the Extent of the Market*, in «Journal of Political Economy», Vol. 59, No. 3, June 1951; N. Kaldor, *The Irrelevance of Equilibrium Economics*, in «The Economic Journal», Vol. 82, No. 328, December 1972; T. Hutchison, *Before Adam Smith. The Emergence of Political Economy, 1662-1776*, Oxford, Blackwell, 1988, p. 19; A.D. Chandler, *Organizational Capabilities and the Economic History of the Industrial Enterprise*, in «The Journal of Economic Perspectives», Vol. 6, No. 3, Summer 1992, p. 82; J.R. Farr, *On the Shop Floor: Guilds, Artisans, and the European Market Economy, 1350-1750*, in «Journal of European Modern History», 1997, No. 1, pp. 31-32, 41; E. Cerrito, *Corporazioni e crescita economica (secc. XI-XVIII). Rendimenti, domanda, Pareto-ottimalità*, in «Studi Storici», LVII, 2016, n. 1, pp. 28-40.

in primo luogo che una espansione monetaria o fiscale che incrementi la spesa allarga la scala di produzione e non conduce necessariamente a un aumento di costi e dunque di prezzi, dunque inflazione, bensì più verosimilmente a una diminuzione dei costi unitari¹². La seconda implicazione è connessa e ancora più importante. Le sopra indicate obiezioni teoriche alla efficacia delle politiche economiche, e in particolare la teoria quantitativa della moneta che le accompagna, si erigono sull'assunto che l'utilizzo delle risorse, il lavoro in primo luogo, e i loro rendimenti abbiano limiti che sostanzialmente vincolano la scala delle attività produttive. Molte pagine iniziali della *Teoria generale* di Keynes superano tale impostazione. Ma il superamento è immediato e intuitivo se rendimenti crescenti di scala o costanti si riconoscono come la realtà storica largamente prevalente¹³. In condizioni di non pieno utilizzo delle risorse, espandere la produzione non incontra limiti dal lato dei costi o delle disutilità, bensì dal lato della organizzazione della domanda, in sintonia con le potenzialità dell'offerta.

Come si vede, in queste sole premesse si sono messi in discussione capisaldi secolari del trattato dominante di economia, dalla razionalità alla netta distinzione di politica fiscale e monetaria, ai rendimenti decrescenti. Altri capisaldi saranno messi in discussione ed esaminati: in particolare in questo saggio le aspettative razionali e la teoria quantitativa della moneta.

In questo articolo e nella più ampia riflessione avviata da chi scrive, si procede inoltre da tali pilastri verso il superamento delle proposizioni di inefficiacia delle politiche economiche lungo le linee di alcuni lavori precedenti, con l'approfondimento della riflessione teorica, la chiarificazione di nessi prima impliciti, l'apporto di ulteriori evidenze, l'esplicitazione di riferimenti alla storia del pensiero economico.

In una serie di saggi di approfondimento del lavoro svolto per il centenario della Banca d'Italia e in un saggio presentato al convegno storico per il bicentenario della Banque de France, l'autore di queste pagine introduceva alcuni concetti che emendavano la *conventional wisdom* allora vigente sulle

¹² Ovviamente la realtà è complessa e ci sono settori e circostanze nei quali possono determinarsi forti tensioni dal lato della domanda e conseguenti aumenti di prezzo.

¹³ In realtà, tale dato di fatto emerge implicitamente anche in quanti, come Friedman stesso, aderendo ai limiti cennati alla efficacia delle politiche espansive, ammettono che queste hanno un effetto reale espansivo nel breve periodo. Ciò presuppone logicamente che l'economia non sia vincolata da disponibilità di risorse o da un loro prezzo asintoticamente crescente.

aspettative razionali applicate alla banca centrale, sul rapporto tra moneta e prezzi, sulle condizioni di una politica monetaria e fiscale effettiva, ponendo le basi per ridisegnare in modo realistico il paradigma del *central banking* contemporaneo¹⁴. Si riprendono qui le idee principali:

1. in opposizione alle «aspettative razionali», le aspettative che guidano il comportamento degli agenti possono provatamente essere «based on erroneous expectations owing to faults in the theory on which they rested and a mistaken perception of the structural changes under way», configurando «a case of inconsistency and instability inherent to a regime based on rules»¹⁵; dunque aspettative anche non razionali, e che possono rappresentare vere e proprie credenze irrazionali;
2. la teoria quantitativa della moneta è storicamente destituita di fondamento, e non può, diversamente da quanto supposto dalla prima ondata di studi sulla credibilità¹⁶, guidare razionalmente gli agenti;

¹⁴ E. Cerrito, *Comportamenti e istituzioni. Dall'evidenza storica a un programma per una interpretazione positiva dei fenomeni monetari*, Appendice I a Id., *Cambio, ciclo, efficienza, istituzioni: problemi di politica monetaria nell'Italia di fine Ottocento. Appunti su alcune evidenze empiriche*, in «Rivista storica italiana», CXI, 1999, n. 2; Id., *Caractère et genèse des contours d'une «identité institutionnelle*, Parte I di E. Cerrito, A. Gigliobianco, *Norme, comportements, groupes dirigeants. Problèmes de la construction de l'autorité monétaire en Italie (1880-1907)*, in *Politiques et pratiques des banques d'émission en Europe (XVII-XX siècles). Le bicentenaire de la Banque de France dans la perspective de l'identité monétaire européenne*, dirigée par O. Feiertag et M. Margairaz, Paris, Albin Michel, 2003 (ma gli atti del convegno sono del gennaio 2000); Cerrito, *Rethinking*, cit.; Id., *Tra ascesa e declino. La ratio di un ordinamento discrezionale delle politiche economiche*, in «L'Acropoli», V, 2004, n. 3; Id., *Principi*, cit. Aggiungerei a questa lista Id., *Depressioni*, cit., in cui si evidenzia un fenomeno depressivo ricorrente, definito come squilibrio tra offerta potenziale e domanda; sicché la depressione, minore o drammatica, rappresenta una delle sfide sistematiche maggiori per una politica orientata alla crescita economica; e Id., *Quale storiografia economica? Chiose su «Depressioni»*, in «Studi Storici», LIII, 2012, n. 2. Sembra inoltre necessario segnalare sugli investimenti, E.C. Cataldi, *Per la riflessione e lo sviluppo*, in «Economia e Politica. Rivista online», 15 ottobre 2011, <http://www.economiaepolitica.it>.

¹⁵ È questa la traduzione inglese – poi non pubblicata – di parte delle conclusioni del testo francese consegnato dall'autore per Cerrito, Gigliobianco, *Norme, comportements*, cit., passo che non trova riscontro nel testo poi edito. Il testo francese presenta alcune significative differenze dal testo da me licenziato, la cui versione originale è disponibile su richiesta.

¹⁶ Il termine credibilità è qui definito come «the extent to which beliefs about the current and future course of economic policy are consistent with the program originally announced by the policy makers» (K. Blackburn, M. Christensen, *Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence*, in «Journal of Economic Literature», Vol. XXVII, March 1989, poi in M. Parkin, ed., *The Theory of Inflation*, Elgar, Aldershot, 1994, p. 548, ed. or. p. 2).

3. gli agenti hanno potere fortemente eterogeneo nel condizionare il corso delle variabili economiche rilevanti, e alcuni di essi sovrastano di gran lunga il peso degli altri; tali agenti operano in base a una pluralità di preferenze e in relazione ai *networks* relazionali in cui sono inseriti, deviando dai dettati della economia politica pura;
4. in opposizione al principio di *semplicità* o *banalità* che informa le teorie economiche, secondo le quali poche variabili rilevanti e ben identificate determinano univocamente il corso di altre variabili in forma stabile e prevedibile¹⁷, l'evidenza storica mostra la rilevanza della *complessità* e della non-banalità;
5. la preferibilità della nozione di *convenzione* rispetto alla nozione di aspettativa (tanto più rispetto a quelle di tipo *razionale*) nel fondamento di molti fenomeni;
6. il più corretto inquadramento della banca centrale nella gestione della moneta – variabile cruciale anche per i comportamenti del Tesoro e della politica fiscale – quale *leader di convenzioni* (espressione che si chiarirà meglio *infra*) che gestisce
7. una *risorsa organizzativa*, piuttosto che meramente informativa;
8. e ha facoltà di praticare *politiche condizionali*;
9. parallelamente, si riprendeva il concetto presente in Keynes dei prezzi quali convenzioni;
10. la necessità di concepire l'autorità di politica economica con facoltà di intervento sul sostegno dei consumi, e non solo degli investimenti, anche mediante un radicale ridisegno dei canali di creazione della base monetaria¹⁸;
11. ciò avuto soprattutto riguardo alla esistenza di un rilevante e ricorrente *bias* depressivo nell'economia, manifestatosi negli ultimi 150 anni con la grande depressione di fine Ottocento, poi con la depressione «fredda» appena iniziata intorno al 1907 e interrotta dall'espansione della spesa con la Grande guerra, poi con l'accenno di depressione del 1921-22, sfociato nella grande depressione interbellica, poi, dopo la lunga parentesi dal dopoguerra agli anni Novanta del XX secolo, con la nuova depressione europea

La coerenza implica la razionalità, e dunque lo stretto nesso con le aspettative razionali. Una politica credibile genera aspettative razionali di un certo tipo o di un altro. E basti qui solo il cenno alla ipotesi intorno a cui si è a lungo coagulato consenso che la credibilità comporti l'adozione di politiche improntate a *regole*.

¹⁷ Si veda anche la citazione i cui riferimenti sono alla nota 46.

¹⁸ Cerrito, *Principi*, cit., pp. 98, 108-109.

di fine XX secolo e attraverso crisi bancarie e del debito sovrano ancora aperte¹⁹.

La risultante di tale mutamento alquanto radicale nella visione dei fenomeni relativi alle politiche economiche era rilevante. Si era ad esempio esemplificato come un approccio complesso alle politiche economiche fondato sui predetti elementi permettesse di superare i limiti impliciti nella impostazione di Tinbergen per le politiche economiche, consentendo di perseguire più obiettivi con un numero di strumenti *minore*, non uguale, e al limite un solo strumento, ad esempio di risolvere il classico problema della divergenza dei prezzi di beni e degli *assets* finanziari. Ciò significa stabilire la condizione per un controllo delle politiche fiscali e monetarie sulla economia infinitamente superiore a quello implicito nella visione di Tinbergen. Ovviamente, non si trattava di negare la semplice matematica sottesa all'impostazione di Tinbergen, ma di un mezzo per articolare uno strumento di *policy* fino a conferirgli tutta la ricchezza di informazioni necessaria per governare sistemi complessi. E di individuare alcuni strumenti nuovi e importanti – alcuni provocatoriamente definiti *pedagogici* – per il governo delle convenzioni.

3. A proposito di lag e «sluggishness». Dalla curva di Phillips verticale alla storia della fine delle iperinfrazioni interbelliche. È utile partire da due saggi di due autori che hanno dato importanti contributi di storia economica, ponendoli a fondamento di proposizioni teoriche di grande influenza: Milton Friedman e Thomas Sargent.

La storia monetaria americana lascia come risultati, tra gli altri, la ipotesi della necessità di una regola di offerta costante (o smussata) di moneta,

¹⁹ Cerrito, *Depressioni*, cit.; Id., *Quale storiografia economica*, cit. Keynes enuclea alcuni importanti fattori della genesi delle depressioni: la instabilità delle aspettative, la problematicità dell'uguaglianza di investimenti e risparmio (e della loro espansione), l'incertezza. In aggiunta a tali fattori – e talora in connessione con essi – se ne possono elencare altri: eventi idiosincratici, ad esempio importanti crisi bancarie o di Borsa, che attivano fattori emozionali che conducono a drastici innalzamenti della percezione del rischio e dell'incertezza, con *purchasing strike* e sospensione dei piani di investimento; repentino spiazzamento di settori ed economie nazionali da parte di nuovi produttori emergenti; sviluppo finanziato con processi cumulativi di indebitamento; razionamento in un mercato – ad esempio credito – che si trasmette ad altri; crollo dell'efficienza marginale del capitale e interruzione degli investimenti piccoli e grandi; deflazione fiscale/monetaria di lungo periodo; shock negativi di offerta. Una pluralità di cause che fa delle depressioni un rischio sempre presente nel processo economico e rispetto al quale la politica economica deve essere in grado di reagire.

chiaramente invalidata dall'esperienza storica passata e recente della necessità di immissioni straordinarie di moneta per temperare instabilità finanziaria e cadute del tono del ciclo; e la nozione che restrizioni monetarie hanno deleteri effetti sui livelli di attività. Tali elementi possono essere qui tenuti sullo sfondo, quali componenti di un quadro assai variegato. Ma è su due altri elementi costitutivi della storia del pensiero economico del secondo Novecento che si vuole qui concentrare l'attenzione.

Più influente è un altro contributo di Friedman (e di Edmund Phelps). Quasi contemporaneo alla monumentale storia monetaria degli Stati Uniti scritta con Anna Jacobson Schwartz, in *The role of monetary policy* Milton Friedman corregge nel 1968 la «sintesi pratica» vigente del keynesismo espansivo, la curva di Phillips²⁰, con le aspettative di inflazione messe in moto da una espansione monetaria: un'espansione monetaria finalizzata all'espansione dei livelli di attività genera aspettative di inflazione che *dopo breve periodo* bruciano ogni spinta della moneta emessa alla crescita economica. La conclusione è la impossibilità che un aumento esogeno dell'offerta di moneta porti nel medio-lungo periodo a un aumento di domanda effettiva che spinga verso l'alto il prodotto reale²¹. L'effetto reale *di breve periodo* di uno stimolo monetario (riconosciuto da Friedman) viene eliso dopo poco tempo dal gioco delle aspettative. Nel medio-lungo periodo, le politiche economiche sono *neutrali*, cioè influenzano *solo i prezzi*, non le variabili reali quali reddito, occupazione, produttività. Ovvero, le politiche macroeconomiche sono condannate all'inefficacia, quelle espansive producono esclusivamente inflazione.

La teoria si sposò con il breve e malinteso periodo della stagflazione succeduta alla crisi petrolifera; e divenne virale. Fu la fine anche della politica fiscale keynesiana: per le ragioni che riconducono comunque la politica fiscale a un sostrato di politica monetaria, e per la riconosciuta capacità di politiche fiscali di espandere la spesa, si estendono alla politica fiscale le stimmate di inefficacia della politica monetaria. Sicché le politiche si pensano oramai come neutrali.

La storia effettiva dell'inflazione e del breve rallentamento dell'economia di quel torno di anni era in realtà molto più complicata. Ma i *policy maker* per lo più non hanno tempo, cultura e consenso sufficientemente stabile

²⁰ Cfr. nota 1.

²¹ C. D'Adda, *Recenti sviluppi della teoria monetaria*, in «Economia politica. Rivista di teoria e analisi», I, 1984, n. 3, p. 444.

per riflessioni che vadano oltre una sommaria traduzione in pratica dello spirito del tempo.

Paradossalmente, però, altri sviluppi del pensiero economico, mentre radicalizzavano la neutralità delle espansioni fiscali e monetarie e supportavano l'inefficacia delle espansioni anche nel breve periodo, ponevano basi importanti per un ritorno alla efficacia delle politiche. Quasi contemporaneamente al saggio di Milton Friedman, veniva meno una delle principali ragioni per l'inefficacia delle politiche monetarie e fiscali: la lunghezza e variabilità dei *lag* degli effetti delle politiche economiche sulla crescita; e si ridimensionava anche la tara della *sluggishness*. I saggi coevi di Robert Lucas e Thomas Sargent, che propongono l'idea di aspettative razionali, elidono lo spazio tra breve e lungo periodo: gli agenti realizzano il cambio di regime prodotto dall'instaurarsi di una politica espansiva o restrittiva, e reagiscono *senza ritardo temporale* rimodulando razionalmente le loro aspettative; i comportamenti degli agenti si adeguano immediatamente al nuovo regime. In sostanza, il meccanismo friedmaniano che prevede aspettative di inflazione che elidano gli effetti reali delle politiche espansive viene confermato, ma Lucas e Sargent aboliscono il ritardo con cui operano le aspettative. Le politiche sono allora sempre neutrali. Senonché, se il ritardo può essere annullato, viene meno anche una delle ragioni che Friedman indicava come essenziali per l'inefficacia delle politiche economiche. Ancora più in profondità, se processi cognitivi razionali possono influire sul comportamento economico, si apre una strada per una politica orientata allo sviluppo economico. Ma è arduo dire che tale strada sia stata poi compiutamente percorsa, e ciò soprattutto per la presenza di assunti, quali la teoria quantitativa della moneta, che l'hanno impedito. Conviene riprendere il discorso dagli inizi.

Il riferimento più appropriato per dar conto di tale evoluzione è un noto, quanto acuto e raffinato saggio di storia e teoria economica di Thomas Sargent del 1982 (anticipato come *working paper* nel 1981) su *The ends of four big inflations*²². In quattro iperinflazioni europee, Sargent riscontra che le aspettative indotte dall'adozione di un regime virtuoso di politica fiscale e monetaria portano immediatamente gli agenti a mutare i comportamenti, adottando un *price setting* coerente con il regime; e azzerano l'inflazione senza *lag*. Il mutamento nella *stance* delle politiche è seguito subito – e in

²² T.J. Sargent, *The Ends of Four Big Inflations* (1981), in R.E. Hall, ed., *Inflation: Causes and Effects*, Chicago, University of Chicago Press, 1982.

molti casi è anticipato – dal mutamento del comportamento degli agenti. Nella visione di Sargent (ma anche di Robert Lucas), si imposta così sulle aspettative razionali un’idea di neutralità della moneta²³ istantanea, senza la distinzione tra breve e lungo periodo presente invece in Friedman²⁴: un mutamento percepito o anticipato delle politiche fiscale e monetaria produce immediatamente l’arresto delle iperinflazioni. Le aspettative sono «razionalmente» determinate dalla matrice monetaria del movimento dei prezzi: l’assunto sotteso alla visione di Lucas e Sargent è che la moneta determini i prezzi – è evidente nel saggio di Sargent il ruolo attribuito alla dominanza fiscale²⁵ nel generare un eccesso di emissione di biglietti –, e questi siano flessibili.

Sargent ricostruisce la fine delle iperinflazioni interbelliche mettendone in luce tre caratteri rilevanti per la teoria economica: l’arresto immediato dell’infrazione prodotto dalle aspettative; la concomitanza della fine delle inflazioni con provvedimenti volti a dare garanzia circa il processo di creazione di moneta, in particolare ad abolire la dominanza fiscale; la continuazione della crescita monetaria dopo l’arresto delle iperinflazioni. Imputa l’arresto di quattro iperinflazioni a due fattori comuni inerenti le interazioni tra politica fiscale e politica monetaria: l’inaugurazione di un regime di indipendenza della banca centrale dal Tesoro, che produce una regola per l’emissione di base monetaria, e l’avvio di un regime fiscale in pareggio che esclude la dipendenza della creazione di base monetaria dalle esigenze della politica.

The essential measures that ended hyperinflation in each of Germany, Austria, Hungary, and Poland were, first, the creation of an independent central bank that was legally committed to refuse the government’s demand for additional unsecured credit and, second, a simultaneous alteration in the fiscal policy regime²⁶.

È evidente l’influenza che le conclusioni di Sargent hanno esercitato nei decenni successivi sul disegno delle istituzioni monetarie, in particolare europee, sia riguardo le banche centrali, sia riguardo le politiche fiscali.

Ai fini di queste pagine, tre sono i contributi essenziali di Sargent che riaprono varchi fondamentali per l’efficacia delle politiche economiche:

²³ Si intende per neutralità della moneta la legge per cui variazioni della moneta influiscono solo sui prezzi, non sul prodotto reale.

²⁴ D’Adda, *Recenti sviluppi della teoria monetaria*, cit., pp. 450-453.

²⁵ Si intende per dominanza fiscale la dipendenza della emissione di base monetaria dalla politica fiscale; per *semplificare*: dalla emissione di debito pubblico.

²⁶ Sargent, *The Ends of Four Big Inflations*, cit., p. 89.

1. la conferma empirica della potenza delle aspettative nei fenomeni monetari e fiscali; Sargent dimostra storicamente la fondatezza di un immediato mutamento dei comportamenti sociali e monetari in base a processi unicamente cognitivi, che *anticipano* tuttavia un comportamento virtuoso nella creazione di base monetaria, vista come la reale determinante dei prezzi; Sargent deriva da tale evidenza due conclusioni rilevanti di *policy*: l'inflazione non ha impeto e inerzia che impediscono di arrestarla istantaneamente, e tale arresto non ha necessariamente costi in termini economici, poiché le politiche possono arrestare l'inflazione dei prezzi restando espansive in termini reali;
2. l'evidenza – da cui Sargent non trae le conclusioni logiche – che il processo di creazione di moneta non produce effetti meccanici, ma è *interpretato* dagli agenti, con la possibilità che il medesimo processo dia luogo a risultati (nel caso, in termini di inflazione) completamente diversi; ne consegue un *decoupling*, almeno nel breve periodo, tra espansione monetaria e processi inflattivi; in realtà, più sottilmente, il *decoupling* di cui dà conto Sargent è più radicale, quando registra che la iperinflazione si muoveva a tassi multipli dei tassi di creazione della base monetaria e della moneta;
3. il superamento, si è detto, del problema dei *lag* delle politiche economiche, che aveva portato Friedman a propendere per una offerta regolare e prestabilita di moneta piuttosto che per la discrezionalità monetaria e fiscale. Se gli agenti realizzano un mutamento del regime di politica economica, assumono immediatamente comportamenti coerenti.

Si tratta, come è facile intuire, di conclusioni importanti. Ma altre implicazioni cruciali seguono. Se un regime di *policy* virtuoso blocca le tendenze inflattive e libera spazio per il normale dispiegarsi delle attività produttive, è opportuna in tale logica una comunicazione trasparente e credibile²⁷ della politica monetaria o fiscale da parte delle autorità, per elidere ogni ritardo e determinare senza costi un nuovo comportamento degli agenti. E si apre, in forma più o meno implicita, una seconda questione. Se si può agire cognitivamente con effetto immediato sulle aspettative riguardo i prezzi arrestando l'inflazione, non sarà possibile anche influenzare cognitivamente le aspettative sull'attività economica reale, sulla produzione, sui consumi, sugli investimenti, sulla produttività? Ciò sarebbe possibile se in primo luogo si verificasse storicamente che è errata la teoria quantitativa della moneta

²⁷ Per la definizione di credibilità, si veda la nota 16.

su cui poggiano le aspettative «razionali» di inflazione al verificarsi di una politica espansiva.

Il lavoro di Sargent presenta tuttavia almeno due fondamentali limiti teorici, già in parte accennati, oltre quelli inerenti una ricostruzione storica che può sicuramente essere approfondita.

In primo luogo, Sargent dà conto di un processo inflattivo assai più intenso (in Germania, 5 volte circa) della crescita dei biglietti. Il disallineamento può agevolmente imputarsi al ruolo delle aspettative, connesso a una velocità della moneta più elevata con prezzi crescenti secondo le formulazioni di Friedman. Ma questo schema crea un problema di una certa rilevanza. Se non c'è alcuna relazione diretta tra intensità del processo inflattivo e intensità della creazione di base monetaria, come nella formula classica fisheriana $MV = PY$ ²⁸ con assunto di velocità stabile e neutralità della moneta, non si capisce in che cosa le aspettative «razionali» trovino fondamento: non c'è alcuna «legge» economica condivisa e osservabile dagli agenti che leghi emissione di base monetaria, moltiplicatore monetario, velocità della moneta. Tutto diventa possibile, e la razionalità diventa indeterminata. Estrapolando, una inflazione elevata potrebbe allora avversi anche con una stabilità assoluta della base monetaria. Ciò mina, o quanto meno indebolisce fortemente l'assunto fondamentale che lega le aspettative all'inflazione attraverso una razionalità che vuole l'inflazione dipendente dalla *stance* della politica monetaria. C'è dunque una incoerenza: i processi cognitivi determinano un effetto non meccanico, non ineludibile, delle variabili monetarie sull'inflazione, i processi cognitivi *interpretano* i dati «reali»; si vedrà più avanti con chiarezza tale fenomenologia storica, e si pone allora anche il problema di come le interpretazioni dei singoli agenti possano convergere. Ma le aspettative razionali riguardo l'inflazione si fondano su una adesione alla validità della meccanica della teoria quantitativa e alla neutralità della moneta. In sintesi, Sargent non realizza tutte le conseguenze logiche del suo lavoro e del carattere cognitivo e complesso dei processi di crescita e di *price setting*, sebbene negli anni successivi (ma dopo che alcune serie incongruenze storiche della teoria quantitativa erano state esplicata con dovizia di evidenze empiriche)²⁹ corregga parzialmente il tiro, come si vedrà tra breve.

²⁸ Dove M è la moneta nominale, V è la velocità della moneta rispetto al reddito, P è il livello dei prezzi, Y è il reddito reale. Donda la *conventional wisdom* vuole che si derivi univocamente $P = MV / Y$. Si veda anche nota 48.

²⁹ Cerrito, *Comportamenti e istituzioni*, cit.; Id., *Rethinking*, cit.

In secondo luogo, Sargent stesso espone una seria manchevolezza scientifica del suo lavoro che risolve con un *escamotage* esclusivamente retorico. I casi che egli esamina sono straordinari, inflazioni di inaudita violenza, *outlier*. E gli *outlier* possono dipendere da fattori individuali ed eccezionali, non generalizzabili per le parti centrali di una distribuzione statistica, non rappresentativi e non idonei a fungere da base a una teoria con carattere di generalità.

In discussing this subject with various people – scrive l'autore –, I have encountered the view that the events described here are so extreme and bizarre that they do not bear on the subject of inflation in the contemporary United States. On the contrary, it is precisely because the events were so extreme that they are relevant. The four incidents we have studied are akin to laboratory experiments in which the elemental forces that cause and can be used to stop inflation are easiest to spot. I believe that these incidents are full of lessons about our own, less drastic predication with inflation, if only we interpret them correctly³⁰.

La risposta di Sargent a tale problema assume che i casi eccezionali esaminati appartengano a una categoria identica a quella dei casi ordinari, e su di essi agiscano le medesime forze con intensità particolare; non che appartengano a categorie diverse e su di essi agiscano fattori diversi. Sargent non fornisce alcuna dimostrazione di tale ipotesi. La eccezionalità delle dimensioni di quei processi inflattivi e di creazione parossistica di moneta gettava seri dubbi riguardo la rappresentatività delle esperienze inflattive esaminate ai fini di un manuale di politica economica.

A questo stadio della ricerca, comunque, dalla dimostrazione storica delle aspettative razionali le risultanze risultavano ambigue. La inefficacia della politica monetaria e fiscale per influire sul reddito reale e l'occupazione sembrava emergere esaltata.

Lucas's work led to what has sometimes been called the «policy ineffectiveness proposition». If people have rational expectations, policies that try to manipulate the economy by inducing people into having false expectations may introduce more «noise» into the economy but cannot, on average, improve the economy's performance³¹.

Ma le aspettative razionali annullano i *lag*; e possono produrre efficacia anche in altri modi.

³⁰ Sargent, *The Ends of Four Big Inflations*, cit., p. 90.

³¹ T. Sargent, *Rational Expectations*, in *The Concise Encyclopedia of Economics*, <http://www.econlib.org/library/Enc/RationalExpectations.html>, consultazione del 20 aprile 2016.

The «policy ineffectiveness» result pertains only to those economic policies that have their effects solely by inducing forecast errors. Many government policies work by affecting «margins» or incentives, and the concept of rational expectations delivers no policy ineffectiveness result for such policies. In fact, the idea of rational expectations has been used extensively in such contexts to study the design of monetary, fiscal, and regulatory policies to promote good economic performance³².

L'applicazione pratica sarà in Europa ben deludente ai fini della crescita, e questo è un nodo: la applicazione della costituzione antinflattiva e improntata alla stabilità di bilancio e alla credibilità monetaria antinflazionista non ha liberato forze per una crescita economica sostenuta, ed è giunta a generare instabilità in alcuni casi. Le ragioni dello smacco sono molteplici, e risalgono al fondo alla adesione alle aspettative razionali e alla teoria quantitativa della moneta. A tali fondamenti vanno ascritti i vincoli imposti alle regole di *policy* che hanno portato in contesti non supportati da altri fattori al consolidarsi di una convenzione non espansiva. Lo sviluppo storico dei concetti di convenzione e di *leadership*, politiche economiche condizionali, e la riscoperta di segmenti dimenticati della storia del pensiero economico, che portano all'abbandono dell'idea che il debito pubblico sia il solo modo, oltre al fisco, per finanziare l'espansione della spesa pubblica e che mettono a fuoco la necessità (ma non la sufficienza) per la crescita economica di una continua espansione dei mezzi di pagamento e della *spesa* nei circuiti dell'economia reale, possono svolgere un ruolo cruciale nello stabilirsi di una convenzione espansiva. Sono concetti già espressi in precedenti lavori di chi scrive.

4. *La stabilizzazione della lira nel 1880-1883 e la revisione delle aspettative razionali*³³. Conviene intanto ritornare al concetto di aspettative razionali e ai limiti del saggio di Sargent sulle grandi inflazioni.

L'accezione originaria delle aspettative razionali, formulata da John Muth all'inizio degli anni Sessanta del XX secolo, pone l'enfasi sulla identità delle aspettative formulate dagli agenti con una teoria economica sostanzivamente razionale³⁴.

³² Sargent, *Rational Expectations*, cit.

³³ Questa sezione espone e rielabora concetti già esposti in occasione del bicentenario della Banque de France in Cerrito, *Caractère et genèse*, cit., cui si rimanda, e poi in Id., *Tra ascesa e declino*, cit.

³⁴ J.F. Muth, *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*, in «Econometrica», Vol. 29, No. 3, July 1961.

Cinque evidenze rilevanti per la teoria, e che emendano significativamente la categoria di aspettative razionali, emergono dalla stabilizzazione del cambio della lira del 1880-1883:

1. la estendibilità dell'effetto rapido delle aspettative a *situazioni ordinarie* di instabilità monetaria, non *outlier*;
2. il carattere non necessariamente razionale, ed eventualmente anche apertamente *irrazionale*, delle aspettative³⁵, che *devono essere riconfigurate teoricamente in nozioni più robuste*;
3. la esistenza di situazioni in cui le aspettative producono un movimento *progressivo*, non immediato, come invece lo *shift* da un set razionale di convinzioni a un altro;
4. l'esistenza di un problema di *time inconsistency*³⁶ di un regime fondato sulle regole in base al dettato delle aspettative razionali a causa della transizione da un sistema di preferenze a un altro;
5. la necessità di definire regole che propongano come obiettivi beni vitali – per esempio il reddito e la sicurezza degli agenti – e non obiettivi strumentali – ad esempio il valore della moneta.

Avviato il corso forzoso nel 1866, nel 1880 da tempo il cambio della lira subiva un aggio dell'oro del 10% rispetto alla parità aurea teorica e un pari deprezzamento rispetto alle valute auree (fig. 1). L'annuncio dell'intenzione del governo italiano di tornare alla convertibilità attivò nel 1880 un rapidissimo apprezzamento del cambio, che convergeva progressivamente verso la parità aurea nel giro di circa un anno, *prima* che la convertibilità fosse dichiarata (la legge fu varata solo nel 1883) e *prima* che fossero adottate misure di restrizione monetaria. Prefigurato fin dalla discussione della legge sulle banche di emissione del 1874, si manifestò seriamente l'intento

³⁵ Ovviamente, senza per questo escludere un ruolo di rilievo *anche* per la razionalità.

³⁶ Si può aderire qui a una definizione ampia di *incoerenza temporale* come negazione della credibilità di una politica, ovvero come processo *endogeno* innescato dal disegno di *policy* che porta alla sua negazione; quale evento, cioè, «that occurs when a future policy decision that forms part of an optimal plan formulated at an initial date is no longer optimal from the viewpoint of a later date, even though no new information has appeared in the meantime» (S. Fischer, *Rules versus Discretion in Monetary Policy*, in B.M. Friedman, F.H. Hahn, eds., *Handbook of Monetary Economics*, vol. II, Amsterdam, North Holland, 1990, pp. 1169-1170). Esempio classico è la dichiarazione di una politica non inflattiva; appena fatta tale dichiarazione, alla banca centrale conviene mettere in atto una politica espansiva per promuovere la crescita; donde la necessità di accorgimenti, quali regole e sanzioni per rendere effettiva e dunque credibile una politica non inflattiva. Ciò nella logica e negli assunti degli autori cui risalgono tali teorie. La realtà storica è diversa e più complicata.

del governo di procedere finalmente alla riforma. Il disegno di legge fu presentato alla Camera il 15 novembre 1880, approvato alla Camera il 23 febbraio 1881 e definitivamente al Senato il 7 aprile 1881. Con R.d. del 16 giugno 1881, n. 253 fu definito il regolamento per l'applicazione delle misure per il ripristino della convertibilità; con R.d. 1º marzo 1883, n. 1218 si fissò al 12 aprile 1883 l'effettiva cessazione del corso forzoso.

Con i caratteri tipici di una stabilizzazione *à la Sargent*, il ritorno alla convertibilità della lira e alla parità aurea configura un assetto istituzionale fondato sulla sostanziale «indipendenza» delle banche di emissione³⁷, sulla correnza³⁸, su un mandato monetario universalmente controllabile ed una regola «automatica» di creazione di base monetaria in base a un rapporto tra riserva metallica (o equivalente) e biglietti.

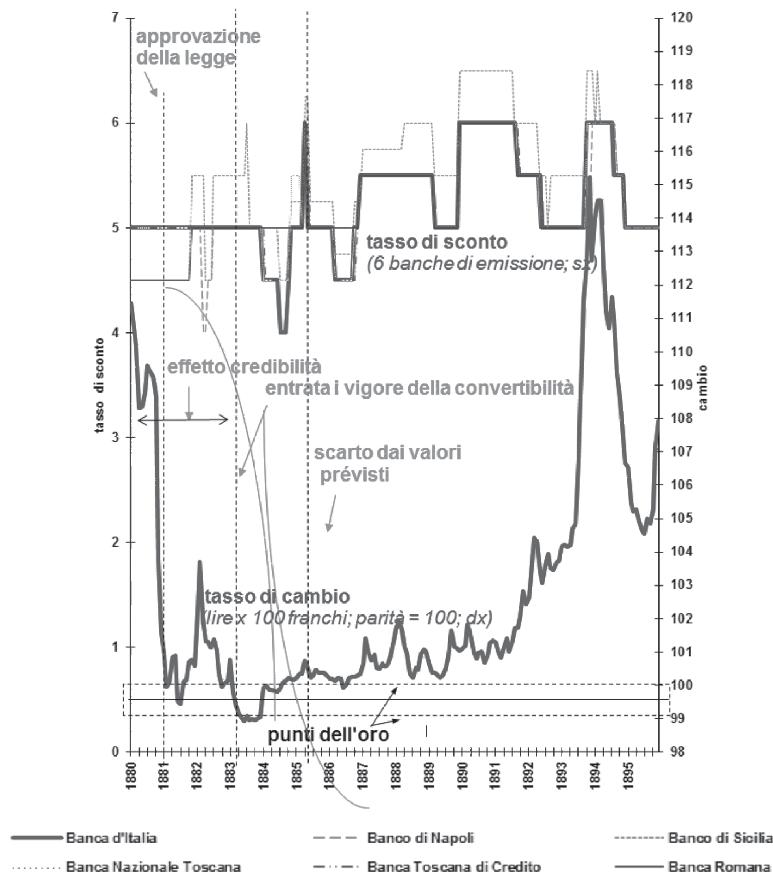
Tuttavia, il regime della «regola» virtuosa e della parità aurea dura *l'espace d'un matin* e deve essere abbandonato in breve. Una rapida evoluzione porta a forme di manovra fiscale della riserva metallica per non compromettere stabilità finanziaria e crescita³⁹; all'emersione di una gerarchia effettiva di preferenze diversa da quella supposta e che privilegia reddito e stabilità finanziaria rispetto al cambio; al superamento del punto dell'oro e a un deprezzamento della lira; a un sistema legale con non piccoli margini di discrezionalità rispetto agli obiettivi e di più stringente regolamentazione dei comportamenti; a un rapporto di *delega* dai confini largamente variabili del Tesoro verso la principale banca di emissione, che perde di fatto buona parte della sua indipendenza, con la presa di potere dei *grands commis* pubblici nel processo decisionale monetario specularmente all'emarginazione dei rappresentanti degli interessi dei maggiori gruppi finanziari privati.

³⁷ Nella forma radicale della società per azioni (M. Friedman, *Should There Be an Independent Monetary Authority?*, in L.B. Yeager, ed., *In Search of a Monetary Constitution*, Cambridge [Mass.], Harvard University Press, 1962, p. 226, ora anche in M. Collins, ed., *Central Banking in History*, vol. III, Elgar, Aldershot, 1993, p. 343). Come definizione operativa di «indipendenza», sembra accettabile «the right to change the key operational instrument without consultation or challenge from the government» (F. Capie, C. Goodhart, N. Schnadt, *The Development of Central Banking*, in F. Capie, C. Goodhart, S. Fisher, N. Schnadt, *The Future of Central Banking. The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge, Cambridge University Press, 1994, p. 50).

³⁸ Si noti che lo sbarramento all'entrata statuito nel 1874 non permette di assimilare l'assetto italiano a un regime di *free banking*.

³⁹ Il Tesoro emetteva debito all'estero per finanziarsi e per procurarsi oro che impediva la restrizione delle riserve auree delle banche di emissione e dunque, per i meccanismi di copertura della circolazione, la restrizione della circolazione.

FIGURA 1
Cambio della lira e tasso ufficiale di sconto, 1880-1895



Fonte: rielaborazione di Cerrito, *Caractère et genèse*, cit., grafico 1.

La rivalutazione della lira e le aspettative che le avevano dato credito sono irrazionali.

Leibniz fornisce una definizione del termine *ragione* quale «concatenamento delle verità»⁴⁰, ponendo così due condizioni: *a)* il possesso di verità, *b)*

⁴⁰ N. Abbagnano, *Dizionario di filosofia*, II ed., Torino, Unione tipografico-editrice torinese, 1971, p. 725.

procedure corrette di concatenamento. La stabilizzazione fallisce perché il ritorno alla convertibilità presenta fenomeni diversi da quelli realizzati dalla percezione degli agenti, che manifestano grave miopia, negando una prima condizione di razionalità, l'acquisizione di «verità»; e perché le informazioni sono processate in forma erronea e non razionale, negando la seconda condizione, procedurale, di razionalità.

Vale la pena ripercorrere sinteticamente i molteplici vizi della razionalità che si riscontrano nell'episodio:

1. la teoria sulla quale si fonda la scelta della rivalutazione della lira assume che la rivalutazione della valuta avvenga senza effetti sulla bilancia commerciale (che invece subito si deteriora drasticamente) e senza dilapidare in breve la riserva metallica; la teoria era ovviamente errata nelle sue fondamenta logiche;
2. gli agenti non realizzano di conseguenza la incompatibilità della parità aurea con gli obiettivi di benessere e di crescita ovvero di massimizzazione del reddito, e neppure di stabilità finanziaria: incoerenza da cui scaturirà in breve l'abbandono forzato della convertibilità;
3. le informazioni che gli agenti processano sono incomplete e limitate, perché gli agenti non realizzano la incoerenza del progetto con le contemporanee scelte di politica estera che determinano un crescente conflitto con il principale finanziatore estero del paese, la Francia, e la prospettiva di una crisi della bilancia dei pagamenti per i movimenti di capitale oltre che per effetto del disavanzo commerciale;
4. le informazioni processate sono limitate per un'altra importante ragione: gli agenti non realizzano il processo in atto di deterioramento della competitività di prezzo della economia italiana, in particolare nella cereali-coltura, aggravata dalla rivalutazione della lira, che richiede o una drammatica restrizione monetaria per i deflussi di riserva, o forme di manovra della riserva che negano la regola di creazione della base monetaria istituita con la convertibilità;
5. il progetto persegue un obiettivo di stabilità del valore aureo della moneta, ritenendolo essenziale per la crescita, ma la realtà rivela che tale obiettivo strumentale è in contrasto con preferenze vitali di stabilità e sviluppo del reddito, di stabilità finanziaria, di modernizzazione del paese, sicché il prevalere delle preferenze vitali e profonde porta all'abbandono del progetto⁴¹.

⁴¹ Tali punti evidenziano una implicazione importante. Aderendo alla nozione «debole» di aspettative razionali non è possibile fondare un disegno istituzionale con uno statuto di credito.

Dunque, irrazionalità e miopia. Furono tali incoerenze a portare rapidamente all'abbandono della convertibilità e al nuovo deprezzamento del cambio. Emergono due ipotesi fondamentali: o gli agenti prestano fede a una manovra disastrosa sotto il profilo della teoria economica, perché credono in una teoria falsa e in una fotografia della realtà largamente incompleta, dunque una manovra irrazionale; o prestano fede a una promessa più semplice, dalle gambe corte, secondo cui da domani per tanti biglietti si darà tanto oro, una promessa fondata sulla illusione radicata nella cultura del tempo, per cui la moneta vera è il metallo, impossibile da onorare, senza alcuna adesione «razionale» alla teoria economica, e in particolare alla teoria quantitativa. In entrambi i casi, l'«effetto credibilità» si accompagna a teorie errate – non razionali –, o a una assenza di teorie razionali e a miopia. Delle aspettative «razionali» definite secondo l'accezione di Muth, fondata sulla corretta teoria economica o in linea con essa, gli agenti – inclusa l'autorità monetaria – sono del tutto privi, e le loro aspettative sono irrazionali. Nel volgere di un periodo assai breve, la tenuta della riforma cui gli agenti hanno creduto si dimostra impossibile.

Di conseguenza, più che di razionalità di una teoria economica, è necessario parlare di irrazionalità o di un *set* di credenze.

Quanto alla r[azionalità] della credenza, nella filosofia analitica essa è stata caratterizzata attraverso i due requisiti della coerenza e della fondatezza. Con il primo requisito s'intende la caratteristica che una credenza o un insieme di credenze deve possedere perché sia razionale, di non implicare contraddizioni ed essere in accordo almeno con i principi fondamentali della logica elementare. Per quanto riguarda il secondo requisito, si considera razionale una credenza se è sostenuta sulla base di prove, ragioni e giustificazioni di tipo empirico o teorico⁴².

bilità. Se le previsioni, razionali quanto si vuole, si discostano dalla realtà, la credibilità svanisce; fuor di metafora, se un comportamento dell'autorità di politica economica non produce l'obiettivo atteso, gli agenti economici cominceranno a comportarsi diversamente da come si comporterebbero se l'obiettivo fosse stato raggiunto; ad esempio, si allontaneranno dalla parità aurea. *Il successo degli effetti stabilizzanti della regola di politica monetaria implica dunque necessariamente una accezione forte di «aspettative razionali».* Forme più forti di razionalità delle aspettative implicano una stretta coerenza tra previsioni e realtà. Errori nelle teorie o nel monitoraggio della situazione – sempre possibili – determinano inevitabilmente scostamenti tra previsioni e realtà. Dal che segue un *vulnus* rilevante alla teoria della credibilità. Può essere paradossalmente più facile impostare una credibilità sulla discrezionalità delle autorità di politica economica, aperta ad abbracciare *pro tempore* le teorie che si ritengono più adeguate.

⁴² *Razionalità*, <http://www.treccani.it/enciclopedia/razionalita/>, consultazione del 29 aprile 2016.

Ma appunto la razionalità della credenza è messa in discussione. Maggiormente appropriato appare parlare di coerenza con una cultura particolare, con un contesto storicamente dato, non necessariamente razionale, che non implica l'adesione a verità corrette.

Da parte sociologica e antropologica, si contesta talvolta l'eccessiva ristrettezza di questo concetto di razionalità della credenza; ma anche in ambito filosofico se ne sono notati i limiti, per es., da parte di concezioni relativistiche che tendono a relativizzare le credenze e gli stessi criteri per la loro accettazione ai contesti storico-culturali entro cui le credenze e i criteri sorgono e si tramandano⁴³.

Un tale contesto culturale non è costruito sulla base della razionalità sostanziva, ma sull'equilibrio determinato dall'adesione generale a un dato credo e dal condizionamento reciproco degli agenti.

Per quanto sappia chi scrive, con qualche ritardo rispetto ai saggi citati in nota 14 e in particolare a *Rethinking* e all'intervento del 2000 al bicentenario della Banque de France, Thomas Sargent avviava in effetti quella che si può definire una parziale trasformazione delle aspettative razionali, aprendo a qualche presa d'atto di fenomeni diversi, quali «*belief*» degli agenti, equilibri multipli da aspettative razionali, apprendimento, aspettative adaptive, e un timido ammorbidente della teoria quantitativa della moneta⁴⁴. Si tratta tuttavia di una apertura che non mette in discussione i capisaldi delle aspettative razionali, e non apre alle categorie della complessità, né relativizza drasticamente la razionalità, giungendo fino a ipotizzare che gli agenti utilizzino (implicitamente, si deve arguire) la programmazione dinamica e la teoria economica.

It is easy to agree with a warning by Sims (1980) – conclude Sargent – that leaving the rational expectations equilibrium concept sends us into a «wilderness» because there is such a bewildering variety of ways to imagine discrepancies between objective and subjective distributions. For this reason, relative to some models of

⁴³ *Ibidem*. Si veda anche, per un migliore inquadramento dei presupposti *a)* percettivi e *b)* procedurali della razionalità, Abbagnano, *Dizionario di filosofia*, cit., pp. 725-726.

⁴⁴ T.J. Sargent, *Comment on «Adaptive Learning and Monetary Policy Design» by George W. Evans and Seppo Honkapohja*, in «Journal of Money, Credit and Banking», Vol. 35, No. 6, Part 2: *Recent Developments in Monetary Economics*, December 2003; Id., *Evolution and Intelligent Design*, in «The American Economic Review», Vol. 98, No. 1, March 2008; T.J. Sargent, N. Williams, T. Zha, *The Conquest of South American Inflation*, in «Journal of Political Economy», Vol. 117, No. 2, April 2009; T.J. Sargent, P. Surico, *Two Illustrations of the Quantity Theory of Money: Breakdowns and Revivals*, in «The American Economic Review», Vol. 101, No. 1, February 2011.

learning in games [...], the adaptive models described in this paper are cautious modifications of rational expectations theories and rational expectations econometrics by virtue of the ways that we allow our adaptive agents to use economic theory, statistics, and dynamic programming. The timidity of my departure from rational expectations reflects a desire to retain the discipline of rational expectations econometrics⁴⁵.

5. Evoluzione recente della teoria quantitativa della moneta e banalità. La teoria quantitativa della moneta gioca un ruolo cruciale nelle proposizioni che hanno condotto ad affermare la ineffettività delle politiche economiche; e in scritti seminali sulle aspettative razionali quale il saggio sulle iperinflazioni interbelliche.

È utile ricostruire una storia recente – quella più antica è nota – della teoria quantitativa e di alcuni *restatements* importanti per la genesi del *consensus* di politica economica contemporaneo.

Conviene però partire dai concetti di *banalità* e di *semplicità* contrapposti alla *complessità*. La teoria quantitativa è la quintessenza di una legge economica *semplice* o banale, a fronte di evidenze storiche che mostrano la *non-banalità* e la complessità del comportamento degli agenti.

Si intende la banalità come un comportamento che associa sempre a un valore di una variabile un corrispondente valore, strettamente determinato, di un'altra variabile. L'ipotesi di banalità è seducente quanto irrealistica. «Una *macchina* non banale si trova sempre in un determinato stato interno, e questo stato interno influenza ciò che la macchina farà. Inoltre, quando si agisce sulla macchina, essa può modificare il suo stato interno. Se quindi diamo alla macchina lo stesso input di prima non necessariamente la macchina si comporterà allo stesso modo di prima. È questo il principio fondamentale della macchina non banale»⁴⁶.

Definiremo qui la *banalità* come una ipotesi o una legge che vede una variabile dipendente *esattamente e necessariamente determinata* da una funzione *stabile*, costituita da un numero esattamente definito di pochi fattori causali (o varabili indipendenti), sempre gli stessi e chiaramente identificati, con effetti scomponibili, misurabili e attribuibili con certezza a ciascuna delle variabili indipendenti. A un dato valore di una o più variabili indipendenti corrisponde univocamente un dato valore della variabile dipendente. Si è

⁴⁵ Sargent, *Evolution and Intelligent Design*, cit., p. 26.

⁴⁶ Cerrito, *Principi*, cit., p. 6 nota, corsivo mio; la citazione nel passo è tratta da H. von Foerster, *Cibernetica ed epistemologia: storia e prospettive*, in *La sfida della complessità*, a cura di C. Bocchi e M. Ceruti, Milano, Feltrinelli, 1988 (I ed. 1985), p. 129.

cercato altrove di argomentare come la storia dell'economia sia piuttosto il regno della complessità e della non-banalità⁴⁷.

La quintessenza della banalità è, si è detto, la teoria quantitativa della moneta, predizione del livello dei prezzi e del tasso di inflazione determinati esattamente e univocamente dall'ammontare di moneta e di reddito reale⁴⁸. Nonostante la sconfortante semplicità dell'assunto, la teoria quantitativa della moneta è ancora enormemente diffusa ed è stata più volte riaffermata in tempi recenti da alcuni degli autori più influenti, pur non potendo non ammetterne alcune incrinature.

Un *restatement* duro veniva da Robert Lucas due decenni prima della fine del XX secolo, esacerbando una visione più temperata espressa da Milton Friedman. La quantità di moneta determina i prezzi:

This paper presents empirical illustrations of two central implications of the quantity theory of money: that a given change in the rate of change in the quantity of money induces (i) an equal change in the rate of price inflation; and (ii) an equal change in nominal rates of interest. [...]

This interpretation of the quantity theory of money as a set of predictions about the long-run average behavior of a general equilibrium system is different from, though not inconsistent with, Milton Friedman. There, Friedman stresses the

⁴⁷ Cerrito, *Rethinking*, cit.; Id., *Principi*, cit.

⁴⁸ La formulazione standard è, come noto, dovuta a Irving Fisher: $MV = PY$, dove M è la moneta, V è la sua velocità di circolazione, P il livello dei prezzi e Y il prodotto reale, cui si possono sostituire anche le transazioni. Si noti che, al di là di quanto espresso più avanti, vi sono due radicali ragioni di confutazione della teoria. La prima ne esplicita il carattere meramente tautologico, per cui essa esprime il volume delle transazioni reali in termini di transazioni monetarie. Ciò è evidente se si esplicita che $V = YP/M$, onde l'equazione si può riscrivere $M (YP/M) = YP$, e, semplificando, $YP = YP$. Che è il motivo per cui un test econometrico valida sempre la teoria con valori straordinariamente alti. La seconda ragione di confutazione consiste nel fatto che l'equazione esprime una mera identità contabile, ma non esplicita come varino le altre tre variabili al variare di una di esse, cioè le direzioni dei rapporti causali. È evidente che nessuno sa con precisione al variare di M , per esempio, se e quanto varierà V , se e quanto varierà P , se e quanto varierà Y . E ciò è vero per il movimento di ciascuna delle altre tre variabili nei confronti di quelle residue. Si può pensare forse che un movimento nel prodotto Y non modifichi M ? La teoria quantitativa nella sua applicazione pratica assume con draconiana semplificazione che ogni variazione di M si scarichi solo su P , lasciando invariate le altre grandezze. Assodata la problematicità dei rapporti tra le quattro variabili, si devono aggiungere altre due ragioni: M è a sua volta determinata da Y e P , cosicché vi è un grave problema di simultaneità, e nasce la pressoché insormontabile difficoltà di distinguere l'effetto di M su P dall'effetto di P su M ; la teoria quantitativa prescinde da mutamenti di produttività ed efficienza che possono determinare variazioni di costi e prezzi. Quest'ultimo problema è clamorosamente evidente a fine XIX secolo, quando incrementi di produttività sono stati tra i motori della deflazione dei prezzi.

stability of the market demand function for money, a property which is neither necessary nor sufficient for the quantity theory to obtain in the sense used here⁴⁹.

The two *quantity-theoretic propositions stated in the introduction possess a combination of theoretical coherence and empirical verification shared by no other propositions in monetary economics*. By «theoretical coherence», I mean that each of these laws appears as a characteristic of solutions to explicit theoretical models of idealized economies, models which give some guidance as to why one might expect them to obtain in reality, also as to conditions under which one might expect them to break down⁵⁰.

Quindici anni dopo, la *Nobel Lecture* di Lucas del 1995 è ancora dedicata alla neutralità della moneta.

In summary, the prediction that prices respond proportionally to changes in money in the long run, deduced by Hume in 1752 (and by many other theorists, by many different routes, since), has received ample – I would say decisive-confirmation, in data from many times and places. The observation that money changes induce output changes in the same direction receives confirmation in some data sets but is hard to see in others. Large-scale reductions in money growth can be associated with large-scale depressions or, if carried out in the form of a credible reform, with no depression at all⁵¹.

Si introduce qui l'osservazione della interruzione del meccanismo in presenza di credibilità antiinflazionista del regime di politica economica. Ma al fondo il meccanismo è sempre quello della curva di Phillips verticale indotta dalle aspettative, introdotto da Friedman e Phelps. Robert Lucas apre alla non-neutralità di breve periodo per politiche monetarie non anticipate dalle aspettative⁵².

The main finding that emerged from the research of the 1970s is that anticipated changes and unanticipated changes in money growth have very different effects. Anticipated monetary expansions have inflation tax effects and induce an inflation premium on nominal interest rates, but they are not associated with the kind of stimulus to employment and production that Hume described. Unanticipated monetary expansions, on the other hand, can stimulate production as, symmetrically, unanticipated contractions can induce depression⁵³.

⁴⁹ R.E. Lucas Jr., *Two Illustrations of the Quantity Theory of Money*, in «The American Economic Review», Vol. 70, No. 5, December 1980, p. 1005 e n.; cfr. anche p. 1007 e *passim*.

⁵⁰ Lucas Jr., *Two Illustrations*, cit., p. 1005, corsivo mio.

⁵¹ R.E. Lucas Jr., *Nobel Lecture: Monetary Neutrality*, in «Journal of Political Economy», Vol. 104, No. 4, August 1996, p. 668.

⁵² Ivi, pp. 677-678.

⁵³ Ivi, p. 679.

Lo *statement* che distingue variazioni della moneta previste o non previste dagli agenti non differisce molto da quanto Friedman esprimeva sulla vanificazione della curva di Phillips decorso il breve periodo, a causa del ritardo con cui gli agenti percepiscono le variazioni nell'offerta di moneta. Lucas però segna in quegli anni una evoluzione, a parte una eccezione rilevante: la possibilità di una rottura non breve del *pattern* di neutralità della moneta in periodi di depressione come eccezione all'interno della riconferma della neutralità della moneta nel lungo periodo.

We have [...] shown that over the period 1914-1994 the data support L[ong] R[un] N[eutrality of money] for the most part without resort to the use of a dummy variable for the Great Depression [...]. Since the Canadian financial system did not undergo the same degree of disruption as the U.S. system during this depression, we infer this result supports the conjecture [...] that the [...] rejection of LRN for the 1869-1975 U.S. experience is based on the anomalous period of the 1930's. Nevertheless, the addition of a dummy for the 1930's does strengthen the support for LRN in the Canadian data and we conclude that there is more to the breakdown of the money-income relationship during this period than can be explained by financial disintermediation alone⁵⁴.

Il significato di una eccezione di tale rilievo è però realizzato dalla teoria e dai *policy maker* solo in minima parte. All'inizio del secondo decennio del XXI secolo, la preoccupazione che politiche economiche espansive siano pericolose in quanto generatrici di processi inflazionistici sostenuti e difficilmente controllabili non solo è sottesa a ricorrenti quanto influenti posizioni nel dibattito politico europeo, ma permea ancora il pensiero economico. Emblematico, di nuovo, Thomas Sargent: con una evoluzione significativa, ammette ora la possibilità di deviazioni consistenti dalle previsioni della teoria quantitativa; ma la ritiene comunque la guida essenziale per le autorità monetarie. La teoria quantitativa della moneta resta l'ancora nominale delle aspettative di inflazione.

Conviene partire da un dato storico. Lucas aveva cominciato fornendo una conferma statistica della equazione dello scambio sulla base della storia recente. Illustrava una correlazione – con rapporto 1 a 1 – tra le variazioni della moneta e quelle del livello dei prezzi in un periodo compreso per le varie evidenze tra il 1950 e il 1975 negli Usa e in altri paesi⁵⁵. Thomas

⁵⁴ A.A. Haug, R.F. Lucas, *Long-Run Neutrality and Superneutrality in an ARIMA Framework: Comment*, in «The American Economic Review», Vol. 87, No. 4, September 1997, p. 759.

⁵⁵ La prova non è valida. Non distingue tra effetto della moneta sui prezzi ed effetto dei prezzi sulla moneta, due fenomeni dai significati molto differenti.

Sargent e Paolo Surico nel 2011 mostrano con metodologia affine a quella usata da Lucas che la relazione stretta tra moneta e prezzi, unitaria, per cui a una data variazione nella moneta corrisponde una uguale variazione nei prezzi, si riscontra solo nel periodo esaminato anni prima da Lucas, ed è assai variabile in altri periodi. La conclusione di carattere generale cui i due autori giungono è che la relazione è valida solo fino a che politiche sistematicamente antiinflazioniste dell'autorità monetaria non spezzano le aspettative inflazionistiche degli agenti; è la rottura delle aspettative inflazioniste causata dal regime di politica monetaria vigente che trasforma il processo di *price setting* degli agenti; l'affermarsi di politiche monetarie lassiste riporterebbe in vita la teoria quantitativa della moneta.

We find that Lucas's low-frequency regression slopes are not stable over time, an empirical outcome that we explain in terms of quantitative versions of our theoretical «break down» conditions. *In our theoretical model, the regression coefficients on moving averages depend on monetary policy.* By freezing all nonmonetary policy structural parameters at values estimated over a sample period approximating Lucas's, we display variations in two parameters of a monetary policy rule that push the population values of those low frequency slopes over a range that covers the empirical outcomes found in our extended sample. In this way, we construct different monetary policy rules that, in the context of our structural model, can explain the differences over time in the estimated low-frequency regression slopes⁵⁶.

Sostanzialmente affine alla formulazione di Lucas, si tratta di una formulazione ambigua, che sembra evolvere verso scenari del tutto nuovi. Ma non è così se si spinge appena più a fondo l'analisi. Anche l'ultima formulazione nella citazione di Thomas Sargent partecipa della banalità, con la sola variante che c'è una ulteriore variabile, oltre quelle incluse nella equazione dello scambio fisheriana, che concorre a determinare il processo di *price setting*: il regime di politica monetaria adottato dalla banca centrale. E che cos'è il regime di politica monetaria previsto, se non l'offerta di moneta di domani, ovvero sempre quantità di moneta? I prezzi sono determinati univocamente, ma non solo dall'offerta di moneta di ieri, bensì anche dalla consapevolezza dell'offerta di moneta di domani. E il regime di politica monetaria di domani determina le aspettative di oggi sempre attraverso la «razionalità» della teoria quantitativa della moneta, ammettendo la possibilità di qualche *lag*.

⁵⁶ Sargent, Surico, *Two Illustrations*, cit., pp. 109-110, corsivo mio. Si vedrà che storicamente l'affermazione in corsivo non è valida.

Discovering the quantity theory of money was an essential step in learning the conditions under which a fiat money system could be managed to provide greater price level stability than could be achieved with a gold standard⁵⁷.

Così afferma Sargent nel 2008. E nel 2011:

Why have we written this paper now? For most of the last 25 years, the quantity theory of money has been sleeping, but during the last year, unprecedented growth in leading central banks' balance sheets has prompted some of us to worry because the quantity theory has slept before, only to reawaken. Our DSGE model tells us that *what puts those quantity-theoretic unit slopes to sleep is a monetary policy rule that responds to inflationary pressure aggressively enough to prevent the emergence of persistent movements in money growth*, and that what awakens them is a monetary policy rule that accedes to persistent movements in money growth by responding too weakly to inflationary pressure. It seems timely to characterize the features of monetary policy rules needed to arrest the reemergence of the empirical patterns that Lucas takes as tell-tale signs of the quantity theory⁵⁸.

In un saggio pubblicato nel 2005, chi scrive illustrava l'evoluzione del rapporto tra moneta e prezzi in alcuni frangenti storici come caratterizzata dal susseguirsi di convenzioni diverse a seconda dei periodi, ogni convenzione qualificata *pro tempore* da *range* di soddisfazione diversi per i valori delle variabili che gli agenti possono fissare⁵⁹. A dispetto di quanto Lucas sostiene, il nesso che lega un determinato comportamento dell'autorità fiscale e monetaria al movimento dei prezzi non è un nesso meccanico. Né è vero il diverso assunto di Sargent, secondo cui il *price setting* degli agenti è determinato dal regime di politica monetaria.

Gli agenti *interpretano* in forma non-banale le grandezze monetarie nominali e il regime di politica economica, reagendo *strategicamente* con il *mix* che ritengono più appropriato tra variazioni del prezzo, del prodotto, della velocità degli scambi, dei consumi, degli investimenti. Tale interpretazione risponde a una infinità di variabili, materiali e culturali, è diversa tra gli agenti (e occorre spiegare come da tale eterogeneità gli agenti arrivino a una selezione di comportamenti alquanto simili, omogenei, e sovente sta-

⁵⁷ T.J. Sargent, *Evolution and Intelligent Design*, in «The American Economic Review», Vol. 98, No. 1, March 2008, p. 30, corsivo mio.

⁵⁸ Sargent, Surico, *Two Illustrations*, cit., p. 110. Il riferimento è alle inflazioni degli anni 1950-1977 che Lucas esamina nel citato scritto del 1980 dal titolo quasi identico a quello del saggio di Sargent e Surico.

⁵⁹ Cerrito, *Principi*, cit., pp. 37, 48-49, e in particolare 67-68; tutte le figure e le tabelle pubblicate nel saggio illustrano tale concetto.

bili *pro tempore*, ciò che qui definiamo un equilibrio), diversa *pro tempore* secondo i differenti contesti, e in parte casuale: alcuni agenti innescano il processo di selezione, e ciò facendo diventano «semi» della nascita di un possibile equilibrio tra tanti, come sono casuali i semi da cui il processo trae origine.

Per procedere verso il recupero dell'efficacia delle politiche fiscali e monetarie, occorre approfondire le «imperfezioni» della teoria quantitativa, per abbandonarla e motivare le «eccezioni». I casi storici di radicale scostamento della relazione tra moneta e prezzi dal dettato della teoria quantitativa sono molteplici e si danno in regimi di politica monetaria assai diversi. L'evidenza – e la logica – vanno ben oltre l'ammissione di timide eccezioni: *un medesimo regime di politica monetaria può dar luogo a comportamenti degli agenti diversi*; come regimi diversi possono dar luogo a comportamenti simili; *e regimi espansivi possono ad esempio caratterizzarsi per inflazioni assai più basse – addirittura deflazioni – rispetto a regimi restrittivi*.

6. *Alcune evidenze empiriche.* A livello aggregato e in prospettiva storica è possibile suffragare empiricamente queste affermazioni. Se si disponesse dei microdati relativi ai singoli *price setter* ciò apparirebbe più dettagliatamente; si tratta di una evoluzione altamente auspicabile della conoscenza economica. Ma l'analisi storica costituisce uno strumento comunque efficace.

Prima di procedere a un certo numero di verifiche empiriche della teoria quantitativa della moneta, è utile una notazione di metodo.

In primo luogo, è insensato procedere a una verifica della relazione dei prezzi con le altre tre variabili dell'equazione dello scambio fisheriana. L'equazione dello scambio è una identità tautologica⁶⁰ e ogni verifica di conseguenza fornisce conferme apparenti, prive in realtà di significato. La verifica della teoria va operata escludendo la velocità della moneta rispetto al reddito: è questa una conclusione consolidata della letteratura, che parte dal fatto che la teoria quantitativa ha senso solo se si assume la velocità di circolazione come stabile o come un trend stabile⁶¹; ovvero, per verificare la tenuta della teoria basta assodare la esistenza di una correlazione 1. assai forte e 2. di

⁶⁰ Si veda nota 48.

⁶¹ Evidenze della *irregolarità* del trend della velocità sono in realtà note almeno a partire da Hansen, *Teoria monetaria*, cit., pp. 3-6, 12-13.

segno positivo tra i Prezzi e il rapporto Moneta/Reddito reale⁶². Ove non si accettasse questa impostazione, scostamenti importanti dei prezzi dalle previsioni della teoria quantitativa *implicherebbero la sua sostituzione con una teoria della velocità o della domanda di moneta*, che sarebbe altra cosa dal *consensus di policy* che vede i prezzi dipendere dall'offerta di moneta. Nella sua accezione pratica, inoltre, la teoria quantitativa omette le influenze dei prezzi sulla moneta, e assume che la moneta agisca solo sui prezzi.

Ancora, la teoria quantitativa non è una teoria approssimativa, che prevede *qualche* debole effetto della moneta sui prezzi: come sancisce Lucas, la teoria quantitativa prevede un rapporto 1:1 tra variazioni della moneta e variazioni dei prezzi. Correlazioni basse tra moneta e prezzi sono cosa molto diversa dalla teoria quantitativa. Si devono registrare correlazioni molto alte, uguali o prossime all'unità.

Infine, e assai importante, Milton Friedman è il profeta più raffinato di una stabilità complessa della domanda di moneta e dunque della velocità, su cui ipotizza che influiscano variabili numerose in forma stabile. L'ipotesi di Friedman riguarda la relazione che va dai prezzi e da altre variabili alla moneta, e non la direzione causale dalla moneta ai prezzi, ed è assai diversa da ciò che normalmente si intende per teoria quantitativa della moneta. Nella accezione di Milton Friedman,

the quantity theory is in the first instance a theory of the *demand* for money. It is not a theory of output, or of money income, or of the price level. Any statement about these variables requires combining the quantity theory with some specifications about the conditions of supply of money and perhaps about other variables⁶³.

Ma è ovvio che se la popolazione muta la sua preferenza per la quantità di moneta da detenere, muta anche – non è stabile – il rapporto tra moneta e prezzi. La moneta da valutare per stabilire la connessione causale che va dalla moneta ai prezzi andrebbe ponderata cioè per i fattori che ne determinano la quantità desiderata. Si ricade allora nel regno dell'opinabile, ben lontani dalle pacificanti certezze della teoria quantitativa. Basti qui

⁶² Ad esempio, R. Parboni, *Moneta e monetarismo. Da Keynes a Friedman*, Bologna, il Mulino, 1984, p. 26.

⁶³ M. Friedman, *The Quantity Theory of Money. A Restatement*, in R.S. Thorn, ed., *Monetary Theory and Policy. Major Contributions to Contemporary Thought*, New York, Random House, 1966 (saggio originale pubblicato in M. Friedman, ed., *Studies in the Quantity of Money*, Chicago, The University of Chicago Press, 1956), p. 68.

ricordare che la stabilità della domanda di moneta che Friedman propone nel saggio citato è una funzione estremamente complessa, e che Friedman stesso irride le nozioni correnti della teoria quantitativa della moneta, un approccio vago più che

a well defined theory. The exact content of the approach varies from a truism defining the term «velocity» to an allegedly rigid and unchanging ratio between the quantity of money – defined in one way or another – and the price level also defined in one way or another⁶⁴.

La complessità della interpretazione che Friedman propone è evidente nel numero delle variabili e nella qualità sfuggente delle variabili che egli ritiene determinino la domanda di moneta:

The demand for money [...] depends on three major sets of factors: (a) the *total wealth* to be held in *various forms* – the analogue of the budget restraint; (b) the *price and return on this form of wealth and alternative forms*; and (c) the *tastes and preferences* of the wealth owning units⁶⁵.

È palese come i termini inclusi in (a), in (b) e in (c) siano largamente soggetti a interpretazioni impalpabili, quando non siano inosservabili. Friedman stesso include ancora almeno altri due fattori: le variazioni dei prezzi – con prezzi calanti la velocità della moneta diminuisce, con prezzi crescenti la velocità aumenta (e allora sono i prezzi che muovono i prezzi!) – e che ci si trovi in fasi di contrazione o di espansione del reddito – nelle espansioni la velocità aumenta, nelle contrazioni la velocità diminuisce⁶⁶. Ma qui tutto dipende da tutto.

Tuttavia, poste queste premesse di stabilità complessa della domanda di moneta, Friedman torna a postulare che la moneta eserciti una influenza importante sul reddito nominale e i prezzi⁶⁷. Come in tale abbondanza di variabili ciò sia appurabile sfugge a ogni ricercatore che abbia dimestichezza con una pratica onesta e i limiti delle variazioni concomitanti e della econometria!

In conclusione, la teoria quantitativa della moneta, secondo cui i prezzi dipendono dallo stock di moneta, ha utilità in termini pratici solo se la velocità o la domanda di moneta sono stabili, o al limite caratterizzate da un

⁶⁴ Ivi, p. 67.

⁶⁵ Ivi, p. 69.

⁶⁶ Ivi, pp. 82-83.

⁶⁷ Ivi, p. 80.

trend regolare. L'evidenza delle fluttuazioni della «velocità» che si può derivare da correlazioni basse o mutevoli, è anche una prima approssimazione della distanza tra moneta o espansione fiscale e spesa effettiva. Ma anche la spesa, approssimata dal reddito, ha rapporti assai incerti con i prezzi⁶⁸. Dunque, la sola via corretta consiste nel testare la relazione tra Prezzi e rapporto Moneta/Reddito reale. E con ciò si può chiudere la premessa di metodo.

La prima evidenza rilevante concerne la deflazione durante la grande depressione dell'ultimo quarto del XIX secolo. Una *cross correlation* assai debole sia nei livelli che nelle variazioni e, soprattutto, di segno *negativo* sui livelli si registra tra prezzi e rapporto M3/Pil-reale nella grande depressione di fine XIX secolo tanto in Italia che negli Stati Uniti⁶⁹. Se si preferisce, una correlazione mobile, calcolata su una finestra di 7 anni, illustra parimenti valori prevalentemente assai bassi di varianza spiegata, del tutto insufficienti per ricorrere alla teoria quantitativa della moneta come spiegazione del movimento dei prezzi, e con segno quasi ininterrottamente *negativo* negli anni Ottanta e Novanta (figg. 2 e 3).

Tali evidenze sono indicative del breve-medio periodo. Per il medio-lungo periodo, più rilevante, se si analizzano medie mobili (in forma affine ai lavori di Lucas e di Sargent e Surico) basta osservare i grafici di fig. 4 e fig. 5 per constatare che nella grande depressione di fine Ottocento prezzi e moneta hanno trend inversamente correlati, con fenomeno del tutto simile in Italia e negli Usa. I prezzi scendono, la moneta cresce, e cresce il rapporto Moneta/Reddito reale. Non c'è bisogno di analisi statistiche ulteriori di fronte a una invalidazione così evidente e drastica della teoria quantitativa⁷⁰. I trend di prezzi e moneta prendono *per un*

⁶⁸ Cerrito, *Principi*, cit., fig. 2.

⁶⁹ Ivi, figure e tabelle alle pp. 114-119. Dati analoghi in Cerrito, *Rethinking*, cit., figg. 17-21 e Table 2. Si noti che l'analogia del fenomeno nei due paesi è rilevante, in quanto i dati storici sul Pil del periodo sono divenuti controversi in Italia, dove nuove stime che chi scrive ritiene malamente fondate hanno offuscato la stagnazione e la recessione che emergeva chiaramente per l'Italia di fine secolo nei lavori dell'Istat e di Fuà, Ercolani e Vitali, giungendo a negare la depressione internazionale di fine secolo sulla base di una nuova stima alquanto eroica dei dati italiani! Per la confutazione delle nuove stime, cfr. Cerrito, *Quale storiografia*, cit., nonché Id., *Depressioni*, cit.

⁷⁰ Si presti attenzione al fatto che se si volesse applicare a tali dati la tesi di Friedman per cui la velocità della circolazione scende quando i prezzi scendono, e accelera quando i prezzi salgono, i prezzi rappresenterebbero il *primum movens*, e resterebbe sempre da capire da cosa i prezzi siano determinati. A ribadire da un altro punto di vista che un esame pratico della

lungo periodo direzioni opposte, che escludono ogni origine monetaria della deflazione.

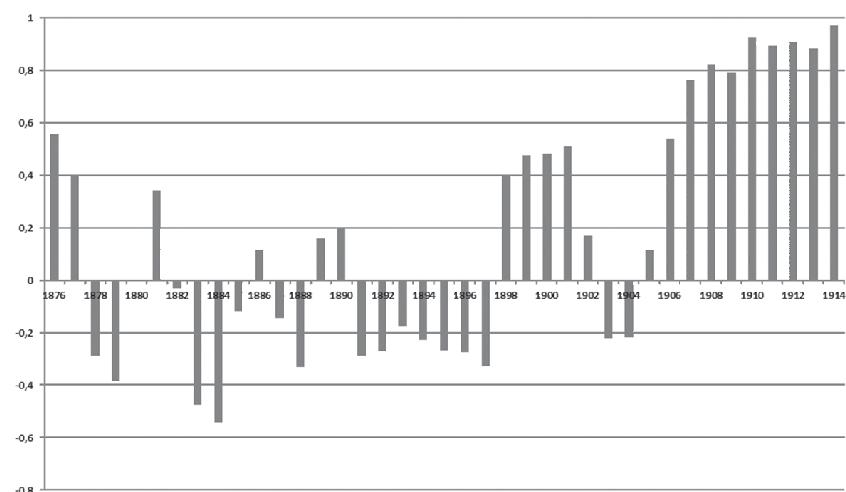
La fig. 6 relativa al Regno Unito mostra un ulteriore, diverso fenomeno, che inficia anche il determinismo più sofisticato ipotizzato da Thomas Sargent con la inclusione delle aspettative e della *stance* di politica economica nella funzione di determinazione dei prezzi. Il rapporto M3/Pil-reale scende e poi resta stazionario, mostrando una diversità da Usa e Italia sia nel tratto iniziale sia nel tratto finale: la *stance* di politica monetaria è cioè diversa nel Regno Unito da Italia e Stati Uniti. Nel primo periodo è restrittiva, quando le altre due sono espansive; nel secondo periodo è neutra, quando le altre due sono neutre e poi di nuovo espansive. *Ciò nonostante, il corso dei prezzi nel Regno Unito è esattamente identico a quello di Usa e Italia, onde il medesimo movimento a U dei prezzi nei tre paesi si accompagna a regimi monetari radicalmente diversi.* *Stance* diverse producono o convivono con fenomeni simili. Ciò significa che le aspettative degli agenti non reagiscono in modo deterministico al regime di politica economica, ma, ancora una volta, lo interpretano in forma non-banale. Si apre a questo stadio un quesito, cui fornisce una risposta il concetto di convenzione e il grande numero di diversi possibili equilibri che esso implica: perché gli agenti si comportano in forma simile quando il rapporto moneta/reddito si muove diversamente? È da notare un secondo fenomeno di particolare rilievo: nel Regno Unito, dopo la lunga deflazione, *i prezzi riprendono a crescere nonostante un regime non espansivo di politica monetaria, e dunque la loro determinante è certamente reale e non monetaria.* Questa evidenza, di prezzi che iniziano una lunga ascesa nonostante una politica monetaria non espansiva, è apparentemente più rara, e va ricordata anche perché non interviene in una fase di lunga depressione, ma al contrario si registra nella fase di ripresa ciclica e di avvio della prolungata espansione che caratterizza la *Belle époque*. Ma l'abbiamo riscontrata anche in un tratto della curva nella fig. 4 per l'Italia, dove i prezzi ricominciano a crescere con una *stance* del tutto neutra da anni. Può

teoria quantitativa deve omettere la velocità di circolazione. È rilevante anche notare che, nella fase della deflazione, la lunga crescita del rapporto M3/Pil-reale e la rivalutazione della massa monetaria reale indotta dalla acuta deflazione dei prezzi non producono alcun effetto di stabilizzazione ciclica e di stimolo reale sul ciclo, che resta depresso in Italia e all'estero per una lunga fase. Questa evidenza non è eccezionale, compare in altri casi diversi dalla depressione di fine Ottocento. Il fenomeno è di primario rilievo, e comporta un serio problema per le tesi che postulano la sufficienza dello stimolo monetario o fiscale per la stabilità ciclica del reddito posto i prezzi siano flessibili.

indicare che la ripresa della spesa aggregata e l'aumento della velocità della moneta sono intervenute per fenomeni del tutto diversi. Tra questi, forse, la fine della ridondanza dell'offerta potenziale sulla domanda effettiva⁷¹, che è fenomeno reale, e/o l'effetto soglia nella rivalutazione delle scorte monetarie determinato dall'ultimo *step* di una sequenza pluriennale e drammatica di discese dei prezzi. O ben altro. Non lo sappiamo, e non sarà un test econometrico a svelarcelo. Ciò che rinvia ancora al mondo della complessità.

FIGURA 2

Correlazione mobile M3/Pil reale e deflatore隐式 del reddito. Italia, 1876-1914 (finestra di 7 elementi)

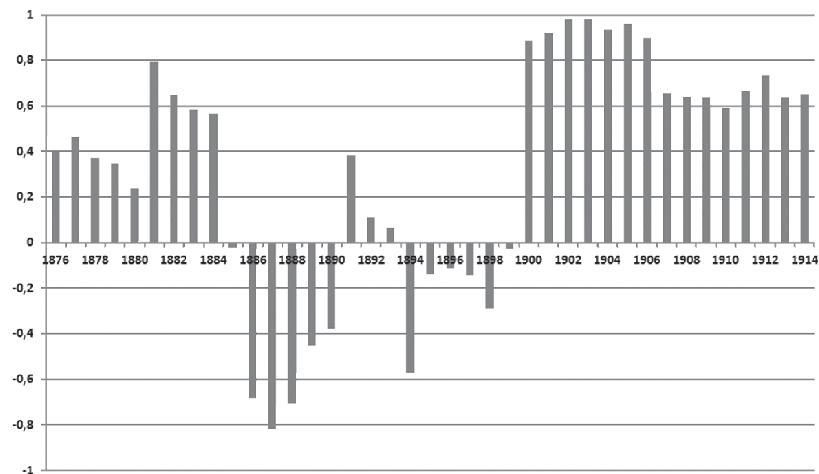


Fonte: P. Ercolani, *Documentazione statistica di base*, in *Lo sviluppo economico in Italia*, vol. III, a cura di G. Fuà, Milano, Franco Angeli, 1975; R. De Mattia, *Storia delle operazioni degli istituti di emissione italiani dal 1845 al 1936 attraverso i dati dei loro bilanci (con appendici)*, Roma, Banca d'Italia, 1990.

⁷¹ «La ragione del fatto vogliamo dirla colle parole del direttore generale delle nostre gabelle, il quale nell'ultima sua relazione per l'esercizio 1903-1904 scrive che il rialzo dei prezzi sui mercati americani si spiega con le mutate condizioni della produzione e del consumo del cereale negli Stati Uniti, per le quali questi andarono perdendo il carattere, che da tanto tempo possedevano, di grande esportatore di grano. Coll'affievolirsi della corrente di esportazione, in quanto ciò provenga, com'è il caso, delle cresciute esigenze del consumo interno, è naturale che negli Stati Uniti i prezzi del grano tendano a sollevarsi dall'antico basso livello regolatore internazionale, e ad assumere il carattere di prezzi nazionali, come quelli di ogni altro paese consumatore» (L. Einaudi, *Cronache economiche e politiche di un trentennio (1893-1925)*, Torino, Einaudi, 1959, vol. I, p. 211).

FIGURA 3

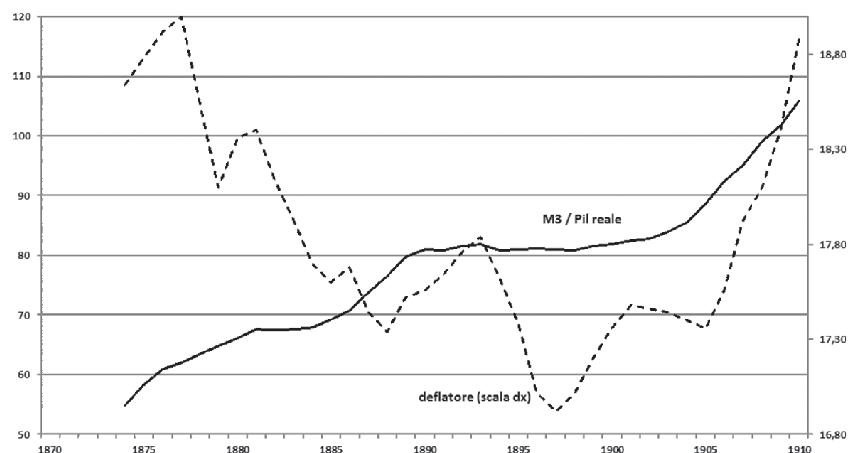
Correlazione mobile Moneta/Reddito reale e deflatore implicito del reddito. Usa, 1876-1914 (finestra di 7 elementi)



Fonte: M. Friedman, A.J. Schwartz, *Monetary Statistics of the United States. Estimates, Sources, Methods*, New York, Nber, 1970; M. Friedman, A.J. Schwartz, *Monetary Trends in The United States and the United Kingdom, Their Relation to Income, Prices, and Interest Rates, 1867-1975*, Chicago-London, The University of Chicago Press, 1982.

FIGURA 4

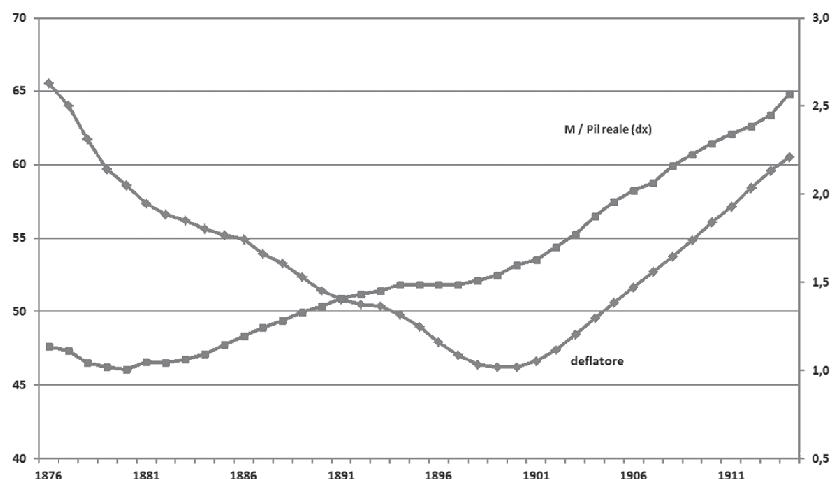
Rapporto M3/Pil reale e deflatore del Pil. Italia, 1870-1910 (medie mobili non centrate di 5 elementi)



Fonte: Ercolani, *Documentazione statistica di base*, cit.; De Mattia, *Storia delle operazioni degli istituti di emissione italiani dal 1845 al 1936 attraverso i dati dei loro bilanci (con appendici)*, cit.

FIGURA 5

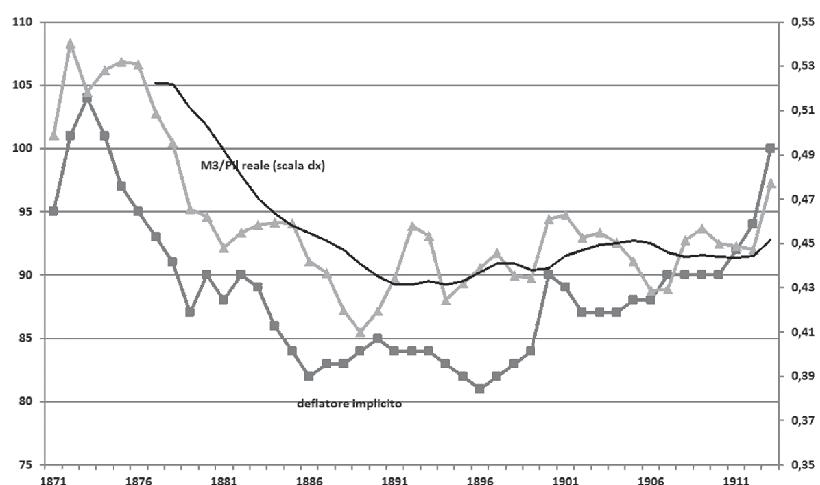
Moneta/Pil reale e deflatore del reddito. Usa, 1876-1914 (media mobile non centrata di 7 elementi)



Fonte: Friedman, Schwartz, *Monetary Statistics of the United States. Estimates, Sources, Methods*, cit.; Friedman, Schwartz, *Monetary Trends in The United States and the United Kingdom, Their Relation to Income, Prices, and Interest Rates, 1867-1975*, cit.

FIGURA 6

M3/Pil reale e deflatore implicito del reddito. UK, 1871-1913 (dati annuali e media mobile non centrata di 7 elementi)



Fonte: F. Capie, A. Webber, *A Monetary History of the United Kingdom, 1870-1982*, vol. I, *Data, Sources and Methods*, London, Allen and Unwin, 1985.

C'è molto dunque per mettere in crisi l'ipotesi di Lucas e Sargent e la teoria quantitativa della moneta. Il *decoupling* del movimento delle variabili monetarie e del movimento dei prezzi non potrebbe essere più chiaro, nelle fasi di correlazione positiva bassa⁷², ma soprattutto nelle lunghe fasi di correlazione negativa. Le evidenze presentate non sono le sole che si possono richiamare per invalidare la banalità della teoria quantitativa, e altre molteplici e analoghe si potrebbero produrre.

7. *Conclusione.* Il quadro di storia dell'economia e del pensiero economico delineato nelle pagine precedenti non ricade nel novero delle astratte analisi e sistemazioni. Incidendo su alcuni importanti assunti che hanno fortemente condizionato i disegni istituzionali e le politiche degli ultimi decenni, ha importantissime implicazioni pratiche e di *policy*.

La stagione di maggiore successo delle politiche economiche si conclude paradossalmente con un *consensus* teorico che postula l'inefficacia delle politiche economiche ai fini della promozione della crescita. *Lag* della politica monetaria e fiscale, aspettative di inflazione al verificarsi di politiche espansive (ovvero la neutralità delle politiche: il solo effetto sui prezzi, non sul prodotto), e macchinosità della politica fiscale sono tra le maggiori cause cui si attribuisce tale inefficacia.

Gli sviluppi del pensiero economico e della ricerca di storia economica della seconda metà del Novecento conducono, con le aspettative razionali e la raffermazione della teoria quantitativa, a una esaltazione della neutralità della politica economica anche nel breve periodo. Ma, paradossalmente, mostrano anche che processi cognitivi sono in grado di annullare i *lag*, una delle maggiori cause di inefficacia, dunque di influire sui fenomeni economici. E, si potrebbe dire, anche di superare la *sluggishness* delle politiche fiscali, che, una volta approvate – persino solo come consenso, prima ancora degli atti deliberativi –, possono essere rapidissime, anche a dispetto della loro macchinosità. Un approfondimento di evidenze rilevanti di storia economica permette ulteriori avanzamenti verso l'elisione dell'inefficacia (su tre fronti) e mostra l'esigenza di un quadro teorico diverso dal *consensus* di fine Novecento per spiegare alcuni importanti fenomeni empirici.

Riguardo gli avanzamenti verso l'elisione dell'inefficacia, il quadro empirico esaminato conferma la capacità di processi meramente cognitivi (o, meglio,

⁷² Si consideri che una correlazione intorno allo 0,4-0,6 spiega solo tra il 16% e il 36% circa della varianza, mentre occorrono correlazioni prossime a 1.

più latamente psichici) di annullare i *lag* e di produrre effetti importanti: le politiche possono avere effetti rapidi sui comportamenti degli agenti, e tale fenomeno non riguarda solo casi straordinari, non rappresentativi. In secondo luogo, l'evidenza storica confuta la teoria quantitativa della moneta, che stabilisce un rapporto unidirezionale e strettissimo tra quantità di moneta e movimento dei prezzi: ciò significa che la moneta può essere creata con assai maggiore libertà di quanto si pensasse e, se non influenza necessariamente i prezzi e se la politica espansiva non produce necessariamente inflazione, può allora influenzare il prodotto reale. Il che è proprio ciò che si propone chi sostiene politiche economiche ai fini della crescita. Ovvero, si inficia la ineluttabilità della neutralità delle politiche economiche e dell'accumulazione crescente di debito pubblico – sostituibile con base monetaria e moneta in contesto di risorse non pienamente utilizzate – se si vuole promuovere la piena occupazione e la crescita. Tale punto richiede tuttavia una analisi più sottile, allo scopo di chiarire aspetti di un terzo fronte: se fenomeni cognitivi o psichici semplici hanno tale potere, fenomeni psichici più complessi e politiche più articolate, quali ad esempio le politiche condizionali (già esposte in un saggio del 2002 e del 2005) e le politiche di spesa diretta, possono produrre articolate capacità di controllo sul comportamento degli agenti e di promozione dello sviluppo in contesto di stabilità dei prezzi e finanziaria.

Riguardo la costruzione di un adeguato quadro teorico, essenziale per comprendere più a fondo gli effetti delle politiche economiche e costruire ulteriori elementi di ritorno all'efficacia, l'evidenza storica mostra alcuni fenomeni di fondamentale rilievo, che sarà essenziale contemperare e sussumere in un nuovo e più avanzato *consensus*, che superi le aspettative razionali.

In primo luogo, a fronte di una scontata eterogeneità degli agenti e dei loro modelli cognitivi, si riscontra una banalità *pro tempore*, o più correttamente l'esistenza *pro tempore* di equilibri stabili, definiti come comportamenti sufficientemente omogenei degli agenti: così, ad esempio, in un dato periodo tutti aderiscono più o meno a un determinato livello del cambio di una valuta, o a un certo tasso di inflazione o deflazione, o a un certo tasso di crescita o di decrescita dell'economia. La banalità *pro tempore* si sposa a una non-banalità diacronica: secondo i periodi, gli agenti reagiscono diversamente al movimento delle stesse variabili indipendenti: così, ad esempio, la correlazione tra Prezzi e rapporto Moneta/Reddito reale può oscillare fortemente, e passare addirittura da valori positivi a valori negativi secondo

i periodi. Si può dire, in altri termini, che gli equilibri non sono necessariamente univoci e determinati, possono essere molteplici o infiniti.

In stretta connessione con la non-banalità, e in parte a sua spiegazione, un secondo fenomeno che emerge alquanto distintamente è che gli agenti *interpretano* i dati in base a una infinità di variabili, materiali e culturali: non vi sono modelli cognitivi, e dunque comportamenti, meccanici. Gli agenti hanno margini di libertà, talvolta ampi, nel dedurre dai dati i loro schemi di comportamento convenienti. O, quanto meno, possono variare enormemente il modo in cui reagiscono ai contesti.

Un terzo fenomeno, che si crede di aver dimostrato senza possibilità di dubbio fin dal contributo del 2000 per il bicentenario della Banque de France⁷³, è il rilievo, nei comportamenti economici aggregati, della irrazionalità (almeno in rapporto alla teoria economica) nel processo di decisioni. Nessuna adesione implicita a teorie economiche razionali. È una drastica *reductio* delle aspettative razionali, dunque delle regole contrapposte alla discrezionalità delle politiche, che ben si inquadra nella linea evolutiva che può essere tracciata, dal rilievo dei limiti della razionalità in Herbert Simon alle acquisizioni più recenti delle neuroscienze riguardo il rilievo del circuito emotivo ed intuitivo nel processo di decisioni. Si può annoverare in tale capitolo tanto la limitatezza delle capacità computazionali razionali, quanto la limitatezza delle informazioni processabili, ovvero la parzialità delle «verità» che vengono concatenate, secondo la definizione leibniziana.

Un quarto fenomeno è costituito dalla evidenza che la transizione da un equilibrio a un altro può non essere istantanea, bensì progressiva e graduale, ma anche che equilibri stabili *pro tempore* possono non aversi e gli agenti possono a lungo fluttuare da un comportamento a un altro senza trovare un punto di approdo soddisfacente.

Un quinto fenomeno, di cui si è già detto e di cui sembra superfluo sottolineare il rilievo cruciale ma su cui occorre ancora insistere, è la invalidazione su base storica della teoria quantitativa della moneta. Si sono mostrate alcune evidenze, altre e numerose si possono rinvenire. Le implicazioni sono enormi, e una in particolare, si è detto, produce elementi per procedere verso il recupero di efficacia delle politiche economiche ai fini della crescita in contesto di stabilità delle finanze pubbliche: la invalidazione della teoria quantitativa della moneta crea condizioni di possibilità per le politiche

⁷³ Cerrito, *Caractère et genèse des contours d'une «identité» institutionnelle*, cit.

espansive senza che i loro effetti siano interamente assorbiti da inflazione dei prezzi. Vi sono tuttavia importanti complessità che, prima di proporre tale evidenza per la efficacia delle politiche, la pongono a base di un necessario nuovo *consensus* teorico, più avanzato, capace di inglobare fenomeni in stridente contraddizione col quadro teorico dominante. La invalidazione della teoria quantitativa non comporta che la moneta, poco influente sui prezzi, influisca allora direttamente e in modo certo sul prodotto reale, mentre si deve desumere che movimenti in M possono essere sterilizzati da o influire su tutte e tre le altre variabili della formula di Fisher (velocità, prezzi, reddito) secondo *pattern* estremamente mutevoli. E si deve spiegare come contesti simili possano produrre movimenti diversi dei prezzi, e come contesti diversi produrre movimenti simili. Implica una profonda riconsiderazione della teoria delle aspettative razionali su cui si sono basate molte politiche e disegni istituzionali degli ultimi decenni. La spiegazione standard sinora fornita è che la moneta è anche riserva di valore. Si può procedere oltre, verso una migliore comprensione dei processi che discriminano tra utilizzo della moneta come propulsore delle transazioni e della crescita e come riserva di valore? E al fondo ogni utilizzo della moneta come riserva di valore non è anche una transazione, che semplicemente disloca la moneta – a parte le eccezioni della tesaurizzazione – da un soggetto a un altro, che può spenderla nell'economia reale? La invalidazione della teoria quantitativa ha altre implicazioni pratiche maggiori. Richiede una diversa spiegazione dell'influenza della banca centrale e della autorità fiscale sul movimento dei prezzi, una cui migliore comprensione è essenziale per mantenere sotto controllo inflazione e deflazione. Amplia i margini di libertà di tali organismi.

Un nuovo *consensus* teorico deve essere capace di inglobare le acquisizioni feconde delle aspettative razionali, ma, al tempo stesso, di rimuoverne rigidità ed evidenze di inefficacia ai fini della crescita; ma anche di sussumere al proprio interno almeno i cinque fenomeni sopra elencati, spiegandoli e utilizzandoli per una maggiore capacità di controllo delle politiche sui processi di crescita. È questo il campo di riflessione in cui chi scrive è impegnato.