

Automatismo o discrezionalità nella politica monetaria?

Si ammette generalmente che la moneta (mezzi di pagamento) — o, per essere più precisi, le variazioni dell'offerta di moneta (nel senso che in seguito preciserò) — esercita una profonda influenza sul processo economico. E' una proposizione vecchia quanto la stessa teoria monetaria; l'hanno esaminata minuziosamente tutti gli economisti classici che si sono interessati dei problemi monetari. La stessa considerazione vale per la conclusione che ne discende, e cioè che la creazione di moneta non può essere lasciata all'iniziativa privata, a libere incontrollate decisioni individuali. Il famoso detto di Bagehot: « la moneta non si amministra da sé » non è stato contestato nemmeno dai più ardenti fautori della classica dottrina del "laissez faire". Donde, come tutti sappiamo, l'istituzione di banche centrali.

Queste due proposizioni sollecitano a chiederci: *a*) quali saranno gli effetti economici di una determinata variazione dell'offerta di moneta? *b*) come dev'essere manipolata l'offerta di moneta se si vuol raggiungere uno specifico obiettivo (od obiettivi) posto dalle autorità monetarie?

2. - Uno dei più vecchi tentativi di rispondere alle suddette domande è la cosiddetta teoria quantitativa, secondo la quale esiste una relazione *causale* tra la quantità della moneta e il livello dei prezzi dei beni e servizi.

Una versione più generale di questa teoria afferma una relazione *causale* tra l'ammontare dell'offerta di moneta e il *livello dell'attività economica*, misurato dal reddito nazionale. Se indichiamo con *Y* il reddito monetario e con *M* l'offerta di moneta, avremo, secondo la suddetta più generale versione della teoria quantitativa, l'equazione funzionale

[I]

$$Y = f(M),$$

che è interpretata come una relazione *causale* fra M e Y. M è la *causa* o la *determinante* di Y.

La più ristretta formula prima accennata vale nel caso speciale di un dato e costante reddito reale Y_r . Poiché

$$Y = Y_r \cdot P,$$

ove P indica il livello dei prezzi, la [1] può essere così scritta:

$$[2] \quad Y_r \cdot P = f(M).$$

Talché, quando Y_r è una costante, la [2] contiene una relazione fra M e P.

3. - Introducendo la velocità-reddito della moneta, v, definita da

$$[3] \quad v = \frac{Y_r \cdot P}{M},$$

la [2] può essere scritta nella seguente forma:

$$[2a] \quad v = \frac{f(M)}{M}.$$

La proposizione di una inequivoca relazione causale tra M e Y può dunque essere formulata anche come relazione causale tra M e v.

Nel caso speciale in cui Y sia direttamente proporzionale a M:

$$[4] \quad Y_r \cdot P = v_0 \cdot M,$$

la velocità-reddito della moneta è una costante v_0 .

Superfluo avvertire che il concetto della velocità-reddito della moneta non è necessario nella formulazione delle relazioni [1] e [2]. Introdurre quel concetto o prescindere è questione di personale preferenza.

4. - Assumendo come valida la [4] e considerando M e Y_r come funzioni del tempo, anche il livello dei prezzi P è una funzione del tempo, ossia:

$$[5] \quad P(t) = v_0 \cdot \frac{M(t)}{Y_r(t)}.$$

Con un semplice calcolo dalla [5] si deriva

$$[6] \quad \frac{\dot{P}}{P} = \frac{\dot{M}}{M} - \frac{\dot{Y}_r}{Y_r},$$

ove \dot{P} , \dot{M} , \dot{Y}_r indicano le derivate prime di P, M e Y_r in funzione del tempo. L'equazione [6] afferma che il tasso di sviluppo di P è uguale alla differenza dei tassi di sviluppo di M e Y_r .

Dalla [6] discende che il tasso di sviluppo di P è zero, o, in altre parole, che il *livello dei prezzi resta costante nel tempo se il tasso di sviluppo dell'offerta di moneta è uguale a quello del reddito reale* (1).

5. - Assumendo come costante o approssimativamente costante la velocità-reddito, sembra perciò possibile prospettare una semplice regola per una politica mirante a stabilizzare i prezzi: è cioè soltanto necessario manipolare l'offerta di moneta in modo tale che il suo tasso di sviluppo sia eguale a quello del reddito reale. *La politica monetaria non è più lasciata alla discrezionalità della banca centrale (sulla base di particolareggiate e approfondite diagnosi di una data situazione e di attesi eventi futuri) ma è governata da un procedimento semplice funzionante automaticamente.*

6. - E' questa la norma per la regolazione dell'offerta di moneta che Milton Friedman e i suoi collaboratori vanno vigorosamente sostenendo da oltre un decennio (2). Essa, in ragione della sua semplicità, ha suscitato nel vasto pubblico un interesse piuttosto acritico; nelle cerchie professionali ha invece incontrato

(1) Se v non è costante nel tempo, la [6] deve essere così sostituita:

$$\frac{\dot{P}}{P} = \frac{\dot{M}}{M} + \frac{\dot{v}}{v} - \frac{\dot{Y}_r}{Y_r}.$$

Il livello dei prezzi resta ora costante, quando:

$$\frac{\dot{M}}{M} + \frac{\dot{v}}{v} = \frac{\dot{Y}_r}{Y_r}.$$

(2) «L'esperienza passata suggerisce che qualcosa di simile ad aumenti annuali del 3-5% nella quantità di moneta è necessario per la stabilità dei prezzi a lungo termine». (M. FRIEDMAN, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Macmillan, 1969, p. 184).

più critiche che consensi (3). Ciò non sorprende. A priori è più che dubbio — e dubbi in proposito sono stati sempre avanzati da economisti — che la complessa relazione fra variazioni nell'offerta di moneta e variazioni nel reddito monetario (o reddito reale e prezzi) possa essere espressa da relazioni così semplici come la [1] e la [2] (4).

In ogni caso, come Friedman riconosce, « in teoria c'è poco da dire a pro della regola che l'offerta di moneta dovrebbe crescere a un tasso costante » (5). Il suo punto di partenza è la ricerca empirica, la quale — così ritengono Friedman e i suoi collaboratori — mostrerebbe che su lunghi periodi: a) c'è una stretta correlazione fra variazioni nell'offerta di moneta, definita come l'insieme della circolazione fiduciaria e dei depositi a vista tenuti presso le banche commerciali dal pubblico (esclusi cioè i depositi delle banche stesse e dello Stato) (6), e variazioni del reddito nominale; b) variazioni nell'offerta di moneta influenzano l'attività economica (misurata dal reddito nominale) con un ritardo variabile da un anno a un anno e mezzo (7). Peraltro la relativa

(3) Dei numerosissimi interventi critici basti ricordare i seguenti: A. LERNER, *Review of Milton Friedman, A Program for Monetary Stability*, in «Journal of the American Statistical Association», vol. 57, 1962; J. VINER, *The necessary and desirable Range of Discretion to be allowed to a Monetary Authority* (in L. YEAGER, *In Search of a Monetary Constitution*, Cambridge, Mass., 1962, p. 244 e segg.); *Comment to M. Friedman and A.J. Schwartz, Money and Business Cycles*, in «The Review of Economics and Statistics», vol. 45, Supplement, Febbraio 1963, p. 64 e segg.; F. MODIGLIANI, *The Monetary Mechanism and its Interaction with Real Phenomena*, in «The Review of Economics and Statistics», vol. 45, Supplement, Febbraio 1963, p. 79 e segg.; J. TOBIN, *Tobin attacks Friedman's Theories of Money Supply*, in «Washington Post», Business and Finance Section, 16 Aprile 1967; C. R. WHITTLESEY, *Rules, Discretion and Central Bankers* (in *Essays in Money and Banking in Honour of R. S. Sayers*, Oxford, 1968); L. GLESKE, *Regelmechanismen für die Geld- und Kreditpolitik?*, in «Der Volkswirt», n. 51, 19 Dicembre 1969; due articoli di L. HARRIS e A. WALTERS, *Does Money matter?*, in «The Bankers' Magazine», vol. 208, London, Luglio 1969; W. HELLER, *Is Monetary Policy being Oversold?* (in M. FRIEDMAN e W. HELLER, *Monetary vs. Fiscal Policy. A Dialogue*, New York, 1969); H. C. WALLICH, *Eine Regel für die Geldpolitik* («Deutsche Bank. Beiträge zu Wirtschafts- und Währungsfragen und zur Bankgeschichte», n. 8, 1969).

(4) Al riguardo la miglior fonte di informazione è tuttora A. MARGET, *Theory of Prices*, 2 volumi, New York, 1938.

(5) M. FRIEDMAN, *A Program for Monetary Stability*, New York, 1959, p. 98.

(6) Taluno include nell'offerta di moneta anche i depositi a tempo con vincolo inferiore a sei mesi.

(7) M. FRIEDMAN e A. J. SCHWARTZ, *Money and Business Cycles*, in «The Review of Economics and Statistics», vol. 45, Supplement, Febbraio 1963. Questo articolo comprende una breve versione dello studio di M. FRIEDMAN e D. MEISELMAN, *The Relative Stability of*

costanza della velocità-reddito non è confermata dai fatti, nemmeno dalla monumentale e minuziosa opera di M. Friedman e A. J. Schwartz: *A Monetary History of the United States 1867-1910* (8). Nulla quaestio comunque per quanto riguarda una stretta correlazione fra variazioni della moneta e variazioni del reddito nominale (9).

7. - Nello studio *Money and Business Cycles* Friedman e Schwartz danno un'altra interpretazione dei risultati delle loro indagini, un'interpretazione che non implica la relativa costanza della velocità-reddito: « Sembra a noi che vi siano ragioni particolarmente valide a sostegno della tesi che: 1) variazioni apprezzabili del tasso di sviluppo della quantità di moneta sono una condizione necessaria e sufficiente (sic!) per apprezzabili variazioni del tasso di sviluppo del reddito monetario; 2) ciò è vero sia per variazioni di lungo andare, di tipo secolare, sia per variazioni per periodi pressapoco della lunghezza dei cicli economici » (10).

E' importante osservare che le proposizioni ora riportate non sono affatto identiche alla precedente proposizione, secondo la quale, assumendo come costante o quasi costante la velocità-reddito, l'offerta di moneta deve crescere allo stesso tasso del reddito reale perché il livello dei prezzi resti stabile. Il significato, il contenuto della seconda interpretazione è — punto importante — affatto differente. Friedman e Schwartz non dicono semplicemente che la moneta è importante, proposizione che è ovvia e non controversa e che in questa formulazione generale consente varie interpretazioni (11). Ciò che bisogna chiedere è: importante in quale connessione? Inoltre Friedman e Schwartz non dicono che in tutti

Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897-1958 (in «Stabilization Policies. A Series of Research Studies prepared for the Commission on Money and Credit», 1963).

(8) Princeton University Press, 1963.

(9) V. loc. cit., p. 682. ALVIN HANSEN giunge alla stessa conclusione nella sua opera: *Monetary Theory and Fiscal Policy* (1949). « A quanto sembra, non ci sarebbe un'attendibile o determinata tendenza nella relazione di M a Y. Non è quindi possibile precisare in base all'esperienza storica quale è l'appropriata quantità di moneta, dato il livello del reddito. Inversamente, data la quantità di moneta, non è possibile determinare quale sarà il livello del reddito. L'offerta di moneta non ha col reddito nazionale un'attendibile, costante relazione » (loc. cit., p. 3).

(10) M. FRIEDMAN e A. J. SCHWARTZ, loc. cit., p. 53 (corsivo mio).

(11) V. H. P. MINSKY in «The Review of Economics and Statistics», vol. 45, Supplement 1963, p. 64 e segg.

i casi le *sole* variazioni che hanno importanza per variazioni del reddito *nazionale* sono variazioni dell'offerta di moneta. Ciò che essi dicono è questo: « per forti movimenti del reddito... *notevoli* variazioni nel tasso di variazione della quantità di moneta sono una *condizione necessaria e sufficiente* (sic!) per *notevoli* variazioni del tasso di variazione del reddito monetario » (12). La loro proposizione riguarda soltanto « *notevoli* » variazioni del reddito monetario e « *notevoli* » variazioni dell'offerta di moneta. (Ma quando, si potrebbe chiedere, una variazione è considerata « *notevole* »?) Per siffatte « *notevoli* » variazioni, e soltanto per esse, i due autori formulano una più rigorosa proposizione specifica che, se corretta, è molto importante: variazioni dell'offerta di moneta in senso stretto (13) sono *necessarie e sufficienti* (sic!) per variazioni del reddito nominale. Ciò implica due altre proposizioni: 1) una « *notevole* » variazione del reddito nominale può *sempre* essere determinata da una « *notevole* » variazione dell'offerta di moneta (condizione sufficiente); 2) senza una « *notevole* » variazione dell'offerta di moneta non è possibile alcuna « *notevole* » variazione del reddito nominale (condizione necessaria). Queste due proposizioni, se fondate, costituiscono una teoria monetaria monocausale del ciclo economico: « *notevoli* » variazioni dell'offerta di moneta — e *soltanto* variazioni di tal fatta! — determinano *notevoli* variazioni del reddito nominale (attività economica).

Da qui il Friedman e i suoi collaboratori traggono la conclusione che variazioni dei parametri della politica fiscale sono inutili come strumenti della politica anticiclica. Ciò che conta è solo una politica monetaria imperniata su variazioni dell'offerta di moneta.

Una versione meno radicale di questa tesi sostiene che l'effetto moltiplicatore di una variazione dell'offerta di moneta è molto

(12) M. FRIEDMAN e A. J. SCHWARTZ, *loc. cit.*, p. 63 (corsivo mio). È interessante osservare che A. Jacobson Schwartz nell'articolo: *Why Money Matters* (in «Lloyds Bank Review», Ottobre 1969) usa una diversa formulazione: «Indagini sui cicli economici indicano che variazioni nello sviluppo della moneta sono una condizione necessaria e sufficiente per variazioni nello sviluppo del reddito su periodi corrispondenti alle differenti fasi del ciclo» (*loc. cit.*, p. 7). Qui la signora Schwartz non parla più di «*variazioni notevoli*» ma semplicemente di «*variazioni* nel tasso di sviluppo della moneta come condizioni necessarie e sufficienti per *variazioni* nello sviluppo del reddito».

(13) «... La quantità di moneta è definita come l'insieme della circolazione fiduciaria e dei depositi (sia a vista che a tempo) tenuti presso le banche commerciali da titolari non bancari (esclusi cioè i saldi del Governo federale e delle banche)». M. FRIEDMAN e A. J. SCHWARTZ, *loc. cit.*, p. 34.

più forte dell'effetto moltiplicatore di una variazione della spesa pubblica in beni e servizi o di una variazione del tasso d'imposizione fiscale (14).

8. - Tutte le suddette enunciazioni, non bisogna dimenticarlo, sono ricavate soltanto da constatazioni statistiche. Ma, come è risaputo, la più stretta correlazione tra variabili, anche se constatata per periodi piuttosto lunghi, non ci dice nulla sulle relazioni *causali* fra le variabili stesse o fra variazioni delle variabili. Una stretta correlazione non può mai significare più di questo: che le rilevazioni empiriche non contraddicono una proposizione *aprioristica*, teorica. Essa non esclude la possibilità di una relazione inversa, cioè, nel nostro caso, che le variazioni del reddito nominale siano le variazioni primarie e che le variazioni dell'offerta di moneta siano soltanto aggiustamenti passivi a variazioni del reddito nominale o che altre variabili finora trascurate debbano essere prese in considerazione. Friedman e Schwartz non contestano questo argomento. Ma, così sostengono, « la questione chiave non è se la direzione dell'influenza è completamente dalla moneta all'attività economica o completamente dall'attività economica alla moneta; si tratta piuttosto di vagliare se l'influenza esercitata dalla moneta sull'attività economica è *significativa*, nel senso che *possa render ragione di una notevole parte delle fluttuazioni dell'attività economica*. Se la risposta è positiva, possiamo allora parlare di una teoria monetaria delle fluttuazioni economiche o, più precisamente, della *necessità di attribuire alla moneta una parte importante in una completa teoria dei cicli*. L'influenza di riflesso dell'attività economica sulla moneta, la cui esistenza è indubbia alla luce degli elementi di fatto prima riassunti, diventerebbe un elemento del

(14) Questa tesi è respinta da A. ANDO e F. MODIGLIANI, *The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier* («The American Economic Review», vol. 55, p. 693 e segg.) e da D. D. HESTER, *Keynes and the Quantity Theory. A Comment on Friedman-Meiselman CMC-Paper* («The Review of Economics and Statistics», vol. 46, 1964, p. 364 e segg.). Si vedano inoltre M. DE PRANO e TH. MAYER, *Tests of the Relative Importance of Autonomous Expenditures and Money* («The Review of Economics and Statistics», vol. 46, 1964, p. 729 e segg.). Questi due autori giungono alla conclusione «che la moneta è importante. Respingiamo peraltro la tesi che spese autonome non abbiano importanza... Non è corretto porre in risalto o le spese autonome o la moneta con l'esclusione dell'altra variabile» (*loc. cit.*, p. 747).

meccanismo parzialmente auto-generantesi con cui si trasmettono le perturbazioni monetarie » (15).

9. - Il passo ora riportato richiede due osservazioni:

a) la proposizione che variazioni dell'offerta di moneta hanno una notevole influenza sul reddito nominale non è identica alla tesi che variazioni dell'offerta di moneta sono *necessarie e sufficienti* per variazioni del reddito nominale;

b) la dimostrazione che variazioni dell'offerta di moneta esercitano un'influenza notevole, « che la moneta svolge una parte importante, *indipendente* », non può essere basata *soltanto* su serie temporali di dati empirici. La questione dell'importanza di variabili strumentali monetarie o d'altro tipo per le dimensioni del reddito nominale può essere risolta solo sulla base di un completo modello teorico dinamico, ossia mediante un modello che includa le pertinenti variabili monetarie e reali e i pertinenti ritardi temporali. Le conclusioni raggiunte con un modello siffatto devono poi essere verificate empiricamente; è necessario mostrare in particolare come una variazione autonoma dell'offerta di moneta influisce sulle variabili tutte (monetarie e reali) del sistema (problema della trasmissione): e una particolareggiata analisi sequenziale dello stesso tipo deve mostrare con quale rapidità ed efficacia agiscono sul sistema variazioni dei parametri della politica fiscale. Soltanto in questo modo può risolversi il problema della relativa efficienza della politica monetaria e della politica fiscale (16).

10. - Il bisogno di un'analisi teorica del meccanismo di trasmissione di variazioni dell'offerta di moneta era stato riconosciuto per tempo. Fu il Cantillon che per primo fornì una descrizione particolareggiata di un processo di questo tipo, determinato dalla scoperta di nuove miniere di oro e argento (17). Altri autori (per es.

(15) M. FRIEDMAN e A. J. SCHWARTZ, *loc. cit.*, p. 49 (corsivo mio). Si veda inoltre ANNA JACOBSON SCHWARTZ, *Why Money Matters*, in «Lloyds Bank Review», n. 94, Ottobre 1969, pp. 1-16.

(16) M. FRIEDMAN, *Has Fiscal Policy been Oversold?* in MILTON FRIEDMAN e WALTER W. HELLER, *Monetary vs. Fiscal Policy. A Dialogue*, New York, 1969, p. 51. Friedman è della stessa opinione, ma non sviluppa un modello di questo tipo.

(17) RICHARD CANTILLON, *Essai sur la nature du commerce*, Londra (Parigi), 1755. II parte, cap. 6: De l'augmentation et de la diminution de la quantité d'argent effectif dans un Etat. Si veda anche F. A. HAYEK, *Preise und Produktion* (Vienna, 1931), cap. I: Die vier Stufen der Entwicklung der Theorie vom Einfluss des Geldes auf Preise und Produktion.

Hume) hanno trattato lo stesso problema. Ma il passo decisivo è dovuto a Wicksell nella sua famosa opera *Geldzins und Güterpreise* (18), che è la base e il punto di partenza di tutte le moderne ricerche di teoria monetaria. Wicksell pose in risalto a) che la nozione di velocità-reddito è « uno dei fattori più evanescenti e imponderabili della dottrina economica, e b) che la quantità di moneta, o quella parte di essa che in un dato momento è nelle mani del pubblico, non è una forza *diretta* e determinante per i prezzi » (19). Più tardi nelle *Vorlesungen über Nationalökonomie*, che poggiano sulla precedente opera pionieristica, Wicksell sottolineava il fatto che « un aumento generale dei prezzi è perciò concepibile soltanto se si suppone che la domanda generale è diventata per qualche ragione, o ci si aspetta che diventi, maggiore dell'offerta. ... Qualsiasi teoria monetaria, degna di questo nome, deve essere in grado di mostrare come e perché la domanda monetaria o pecuniaria di beni è superiore o inferiore all'offerta di beni nelle condizioni date » (20). Ciò significa che deve essere messo a nudo il processo che porta da una variazione dell'offerta di moneta a una variazione del reddito nominale e (o) dei prezzi dei beni e servizi. Friedman e Schwartz accolgono questa opinione: « è una cosa affermare che variazioni monetarie sono la chiave per spiegare notevoli movimenti del reddito monetario; è una cosa del tutto diversa determinare in ogni particolare qual'è il meccanismo che collega la variazione monetaria con la variazione economica; in qual modo l'influenza dell'una è trasmessa all'altra; quali settori dell'economia sono influenzati per primi; quale è il quadro temporale in cui si realizzano gli effetti, e così via. Noi abbiamo molta fiducia nella prima asserzione. Ne abbiamo poca invece nella nostra conoscenza del meccanismo di trasmissione, se si prescinde da indicazioni generali e vaghe che costituiscono poco più di una rappresentazione impressionistica piuttosto che un progetto di ingegneria.

(18) Jena, 1898.

(19) K. WICKSELL, *Geldzins und Güterpreise*, p. 38 (corsivo mio). Traduzione inglese sotto il titolo *Interest and Prices*, Londra, 1936, p. 42 e segg. Anche Keynes osservava: « la velocità-reddito della moneta è in se stessa un mero nome che non spiega nulla. Non c'è motivo di attendere che essa sia costante. Giacché essa dipende... da molti fattori complessi e variabili. L'uso di questo termine oscura... il reale carattere del processo causale e non ha portato a niente altro che a confusione ». (J. M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londra, 1936, p. 299).

(20) Traduzione inglese: *Lectures on Political Economy*, Londra, 1935, vol. II, p. 159 e segg.

Invero, è questa la sfida che ci presentano i dati raccolti: precisare il meccanismo di trasmissione in modo abbastanza particolareggiato da poter sperare di formulare previsioni ragionevolmente accurate del corso di un numeroso complesso di variabili economiche in base alle informazioni raccolte sui perturbamenti monetari» (21). Bisogna inoltre scoprire il processo che nel lungo periodo può portare alla stabilità del livello dei prezzi, se il tasso di sviluppo dell'offerta di moneta è sempre uguale al tasso di sviluppo del reddito reale. Finora nessuno è riuscito a fornire una prova di questa tesi nel quadro di un completo modello dinamico. Ciò che è stato analizzato è il processo di trasmissione di una variazione autonoma dell'offerta di moneta — per esempio mediante una politica espansionistica di operazioni di mercato aperto da parte della banca centrale o di una riduzione delle riserve minime obbligatorie — nel sistema economico nel suo insieme e l'influenza di una siffatta variazione autonoma sul reddito reale, sui prezzi e sul reddito monetario.

Nello studio già richiamato (22) Friedman e Schwartz danno un abbozzo provvisorio di un tale processo, iniziato da un « accresciuto tasso di acquisti sul mercato aperto da parte di una banca centrale ». Se, per esempio, le banche commerciali vendono titoli a lungo termine, le loro riserve (« moneta della banca centrale » o base monetaria) e il loro potenziale creditizio crescono simultaneamente con una riduzione del tasso d'interesse a lungo termine. Se i privati nel settore non bancario vendono titoli a lungo termine, i loro depositi a vista presso le banche commerciali aumentano, cosicché sia la moneta in possesso del settore non bancario sia le riserve eccedenti e con esse il potenziale creditizio delle banche commerciali aumentano simultaneamente con una riduzione del tasso d'interesse a lungo termine. I privati nel settore non bancario e le banche commerciali modificano allora la composizione delle loro attività: le banche commerciali daranno nuovo credito agli imprenditori i quali — dato il più basso tasso d'interesse a lungo termine — hanno nuove occasioni di investimenti redditizi; e questi crediti contribuiranno ad accrescere la quantità di moneta

(21) M. FRIEDMAN e A. J. SCHWARTZ, *loc. cit.*, p. 55.

(22) M. FRIEDMAN e A. J. SCHWARTZ, *Money and Business Cycles, loc. cit.*, p. 59 e segg. (A Tentative Sketch of the Mechanism Transmitting Monetary Changes).

in possesso del settore non bancario (23); i non imprenditori acquisteranno attività finanziarie più redditizie oppure compreranno beni (per es. beni di consumo durevole) conformemente ai motivi che li hanno indotti a vendere titoli. Il lettore può rappresentarsi le fasi successive di questo processo. In ultima analisi esse determineranno un aumento del reddito monetario (che può assumere la forma di un aumento del reddito reale senza aumento dei prezzi; di un aumento del reddito reale e di un aumento dei prezzi; di un aumento soltanto dei prezzi. Vedremo realizzarsi l'una piuttosto che l'altra di queste tre possibilità a seconda che il processo cominci con un sistema economico a risorse pienamente o non pienamente occupate). In uno stadio successivo ci saranno, come conseguenza dei rialzi dei prezzi, vendite di titoli con un corrispondente aumento dei tassi d'interesse. Il processo avrebbe un corso del tutto diverso se la causa dell'aumento dell'offerta di moneta fosse un aumento delle spese pubbliche in beni e servizi finanziate dalla banca centrale. Il corso effettivo del processo è sempre determinato da dove comincia l'aumento dell'offerta di moneta e da quali settori dell'economia sono influenzati per primi. Ma, ovunque il processo cominci, prima o poi esso conduce anche a variazioni dei tassi d'interesse e, per questa via, a variazioni negli acquisti di beni e servizi e, in certe circostanze, ad un aumento dei prezzi.

Una variazione autonoma dell'offerta di moneta eserciterà la sua influenza riguardo ai beni soltanto per il tramite di una variazione della domanda effettiva. Non c'è altra possibile via. Se un aumento autonomo della spesa pubblica in beni e servizi è finanziato da prestiti della banca centrale, la domanda effettiva e la quantità di « moneta della banca centrale » a disposizione delle banche commerciali aumenteranno simultaneamente, con corrispondenti aumenti del potenziale creditizio delle banche commerciali. Se invece un aumento autonomo della « moneta della banca centrale » è provocato da una politica espansionistica di mercato aperto, la variazione della domanda effettiva è una conseguenza della variazione dei tassi d'interesse: « il punto cruciale è che, se non ci sono importanti effetti di reddito o di ricchezza derivanti dal processo

(23) È la domanda effettiva degli imprenditori che è la causa della creazione di moneta da parte delle banche commerciali.

di creazione di moneta, questa 'sostituzione' finale in beni può aver luogo soltanto come conseguenza degli spostamenti dei tassi d'interesse relativi provocati dal movimento monetario » (24).

11. - Il lettore familiare con la letteratura economica che va da Wicksell alla scuola di Stoccolma, alla Teoria Generale di Keynes e agli orientamenti post-keynesiani non troverà differenze sostanziali fra « l'abbozzo provvisorio » di Friedman e Schwartz (non richiamato qui in tutti i suoi particolari) e la moderna teoria monetaria (25). La stessa osservazione vale per la tesi di Friedman che « non possiamo affatto predire accuratamente quale effetto avrà una particolare azione monetaria sul livello dei prezzi e, cosa egualmente importante, quando questo effetto si verificherà » (26); tale tesi non è oggetto di contestazione, ma in linea con la moderna teoria monetaria. Lo stesso è vero per le misure di politica fiscale. Ma proprio per questa ragione è difficile capire perché « un aggregato monetario » (per esempio, l'offerta di moneta) dovrebbe essere « la miglior guida o criterio correntemente a disposizione immediata per la politica monetaria » (27).

Il volume degli acquisti da parte delle famiglie e degli imprenditori, che in un'economia di mercato è decisivo per l'occupazione, i prezzi e il reddito, dipende essenzialmente dalle aspettative di reddito e di profitto e non è direttamente connesso con variazioni dell'offerta di moneta (28).

12. - Il processo derivante da una variazione autonoma dell'offerta di moneta o di parametri della politica fiscale è molto complesso e, come ho già osservato, può essere descritto soltanto

(24) RICHARD G. DAVIES, *How Much Does Money Matter?*, in «Federal Reserve Bank of New York Monthly Review», vol. 51, n. 6, Giugno 1969, p. 129 (corsivo mio). Si veda anche L. ROBBINS, *Monetary Theory and the Radcliffe Report* (in «Politics and Economics. Papers in Political Economy», Londra, 1963).

(25) Questo vale anche per l'analisi degli effetti economici di una politica di mercato aperto che Friedman ha esposto nel «Presidential Address» del 29 Dicembre 1967 all'Associazione economica americana (M. FRIEDMAN, *The Role of Monetary Policy*, in «The American Economic Review», vol. 58, 1968, p. 6). Lo stesso argomento era stato svolto in precedenza dall'economista danese K. PHILIP nello studio *Betrægtninger over Kvantitetstællingen*, in «Nationalökonomisk Tidsskrift», vol. 81, 1943, p. 109 e segg.

(26) «American Economic Review», vol. 58, 1968, p. 15.

(27) «American Economic Review», vol. 58, 1968, p. 15.

(28) B. OHLIN, *Stockholmskolan contra Kvantitetsteorien*, in «Ekonomisk Tidsskrift», vol. 45, 1943. B. OHLIN, *On the Quantity Theory of Money*, in «Money Growth and Methodology. Essays in Honor of Johan Åkerman», Lund, 1961.

nel quadro di un modello dinamico che contenga *tutte* le variabili e i ritardi pertinenti (29). Semplici equazioni di regressione non bastano. Ciò vale sia per un'analisi di breve periodo, alla quale Keynes era principalmente interessato, sia per le relazioni a lungo termine fra variazioni dell'offerta di moneta e variazioni dei prezzi e del reddito reale (30).

13. - Le poche indagini econometriche sull'efficacia di misure monetarie fiscali condotte in base a modelli complessi del tipo indicato (31) non hanno condotto a risultati definitivi. Anderson e Jordan hanno trovato che gli effetti di misure monetarie (per esempio, di una politica espansionistica o restrittiva di mercato aperto) sull'attività economica (misurata dal reddito reale) sono più ampi, più rapidi e più prevedibili degli effetti di misure fiscali (per esempio, di un aumento della spesa pubblica in beni e servizi, o di una riduzione delle aliquote dell'imposta sul reddito).

A un risultato *opposto* si è giunti invece con il modello Federal Reserve-M.I.T.: « la politica monetaria opera più lentamente della politica fiscale... in quanto occorre tempo perché le operazioni di mercato aperto si riflettano in variazioni dei tassi d'interesse a lungo termine e ancor più tempo perché le variazioni dei tassi d'interesse si riflettano nelle decisioni d'investimento » (32). Se il ritardo con cui le operazioni di mercato aperto influenzano le decisioni d'investimento fosse più breve, il risultato sarebbe, è ovvio, differente. Comunque il modello è « abbastanza flessibile

(29) Keynes aveva già richiamato l'attenzione su questo fatto: «... se abbiamo davanti a noi tutti i fatti, avremo equazioni simultanee sufficienti a darci un risultato determinato. Ci sarà un determinato aumento nella quantità della domanda effettiva, che, dopo aver tenuto conto di ogni cosa, corrisponderà a, e sarà in equilibrio con l'aumento della quantità di moneta » (J.M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, 1936, p. 299 (corsivo mio).

(30) Anche Keynes, tra parentesi, si provò a offrire una semplice descrizione di un siffatto processo a lungo termine (*loc. cit.*, p. 306 e segg.).

(31) Innanzitutto, il modello St. Louis e il modello econometrico Federal Reserve-M.I.T. Di questi modelli trattano le seguenti pubblicazioni: L. C. ANDERSON e J. L. JORDAN, *Monetary and Fiscal Actions. A Test of their relative Importance in Economic Stabilization*, in «Federal Reserve Bank of St. Louis Review», Novembre 1968; F. DE LEEUW e E. M. GRAMLICH, *The Federal Reserve-M.I.T. Econometric Model*, in «Federal Reserve Bulletin», Gennaio 1968; F. DE LEEUW e E. M. GRAMLICH, *The Channels of Monetary Policy. A further report on the Federal Reserve-M.I.T. Econometric Model*, in «Federal Reserve Bulletin», Giugno 1969; F. DE LEEUW e E. M. GRAMLICH, *The Channels of Monetary Policy. A further report on the Federal Reserve-M.I.T. Model*, in «The Journal of Finance», vol. 24, 1969, p. 265 e segg.

(32) FRANK DE LEEUW e EDWARD M. GRAMLICH, *loc. cit.*, p. 490.

da permettere alla politica monetaria di essere o una *forza dominante o una forza piuttosto secondaria*, e da consentire all'approccio reddito-spesa, con la sua implicazione di importanti effetti esercitati dalla politica fiscale, di essere *o completamente eclissato o in larga misura valido*» (33) (sic!). Di decisiva importanza per gli effetti economici di una variazione di un parametro della politica economica sono sempre *l'entità della variazione, il quando (momento temporale) e il dove la variazione ha luogo* (per esempio, se una variazione nelle aliquote dell'imposta sul reddito riguarda gli scaglioni di reddito più elevati oppure i più bassi), nonché *la lunghezza dei ritardi*.

Per la forma temporale del processo iniziato da una variazione di un parametro della politica economica, la lunghezza dei ritardi, che ovviamente può essere accertata solo empiricamente, è di vitale importanza. A questo problema la letteratura economica ha dedicato particolare attenzione (34). Eppure, fino ad oggi non si è giunti a solidi risultati. Molti degli economisti che hanno affrontato il problema non considerano la politica creditizia come uno strumento su cui contare per la stabilizzazione del processo economico poiché il cosiddetto ritardo operativo (35) (cioè il periodo intercorrente fra

(33) FRANK DE LEEUW e EDWARD M. GRAMLICH, *loc. cit.*, p. 490 (corsivo mio). Alla stessa conclusione è giunto CARL F. CHRIST nel suo scritto: *A Short-run Aggregate-Demand Model of the Interdependence and Effects of Monetary and Fiscal Policies with Keynesian and Classical Interest Elasticities* (1966), in «The American Economic Review», vol. 57, 1967, p. 434 e segg. Questo modello è tuttavia statico, non dinamico. L'Autore desume i suoi risultati da un'analisi comparativa statica.

(34) Ricordo alcuni importanti contributi: W. L. SMITH, *On the Effectiveness of Monetary Policy*, in «The American Economic Review», vol. 46, 1956; TH. MAYER, *The Inflexibility of Monetary Policy*, in «The Review of Economics and Statistics», vol. 40, 1958; TH. MAYER, *Monetary Policy in the United States*, New York, 1968 (Capitolo 6: «The Problem of Lags»); M. FRIEDMAN, *The Lags in Effect of Monetary Policy*, in «The Journal of Political Economy», vol. 69, 1961; E. LUNDBERG, *Die Möglichkeiten der Geldpolitik*, Skandinaviska Banken, Jg. 42, 1961, p. 109 e segg.; A. ANDO, E. CARY BROWN, R. M. SOLOW e J. KAREKEN, *Lags in Fiscal and Monetary Policy* (in «Stabilization Policies. A Series of Research Studies prepared for the Commission on Money and Credit», 1963); H. MÜLLER, *Die Bedeutung der time-lags für die Wirksamkeit der Geld- und Kreditpolitik in der Bundesrepublik Deutschland*, in «Weltwirtschaftliches Archiv», Bd. 100, 1968; H. MÜLLER, *Die Politik der deutschen Zentralbank 1948-1967. Eine Analyse der Ziele und Mittel*, in «Kieler Studien», n. 96, Tübingen, 1969; E. LUNDBERG och A. OLSÄNI, *Frågor kring penningpolitikens effektivitet*, «Skandinaviska Banken», 1969, p. 104 e segg.

(35) W. L. SMITH distingue fra «ritardo d'accertamento» (nel riconoscere l'opportunità di un intervento), «ritardo amministrativo» (nell'adottare la misura d'intervento) e «ritardo operativo» (negli effetti della misura d'intervento) (in «The American Economic Review», vol. 46, 1956). Si veda inoltre H. MÜLLER, *loc. cit.*, p. 273.

l'inizio dell'intervento e i suoi effetti) è esso solo di almeno mezzo anno. In ogni caso l'indagine empirica sembra indicare che una politica monetaria anticiclica avrebbe molto probabilmente effetti destabilizzanti sulla forma temporale dei prezzi e del reddito. E' soltanto l'effetto sulla bilancia dei pagamenti che sembra si realizzi molto rapidamente, in pratica senza ritardi. «Se prendiamo sul serio le ricerche empiriche eseguite finora in questo campo, in particolare gli scritti di Liu, Mayer e Kareken-Solow, si è costretti a concludere che la politica monetaria *può* ben dimostrarsi destabilizzante nel suo operare, e che perciò ci sono solide ragioni o per riformarne gli strumenti d'azione o per abbandonarla» (36).

Nessuno vorrà però rinunciare a ricorrere alla politica monetaria come strumento per influenzare il movimento economico; e nessuno sarà disposto a contare, ai fini di una politica di stabilizzazione, *soltanto* su misure di politica fiscale. Anche per queste dobbiamo tener conto di ritardi che possono avere effetti destabilizzanti (37). Non c'è pertanto altra soluzione se non ricercare metodi e strumenti capaci di ridurre i ritardi e di migliorare l'efficacia delle politiche sia monetarie che fiscali. Ma anche se un simile indirizzo avesse successo, misure di politica monetaria e fiscale, *nel mondo in cui viviamo, possono essere soltanto decisioni discrezionali delle autorità competenti* — decisioni discrezionali che, ovviamente, devono essere coordinate e devono poggiare su diagnosi e prognosi quanto più possibile attendibili. Spetta a ulteriori indagini e alle risoluzioni politiche di rendere quanto più possibile flessibili ambedue gli strumenti, cosicché la politica economica possa essere rapidamente modificata non appena si avvertano effetti destabilizzanti o una nuova diagnosi richieda di riconsiderare la linea d'azione adottata in un particolare contesto.

14. - Al fine di evitare simili rapidi mutamenti della politica monetaria, Friedman propone che le decisioni discrezionali siano sostituite da una regola automatica. Ma l'applicazione di una norma

(36) V. ARGY, *The Lags in Monetary Policy. An Assessment of Alternative Approaches*, in «Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review», Giugno 1965, p. 167 (corsivo mio).

(37) M. FRIEDMAN, *Supply of Money and Changes in Prices and Output*, *loc. cit.*, p. 186. Si veda anche W. W. HELLER, *CED's Stabilizing Budget Policy after Ten Years*, in «The American Economic Review», vol. 47, 1957, p. 645 e segg.

rigida, automatica presuppone che la banca centrale *a*) abbia un pieno controllo dell'offerta di moneta, e *b*) non debba avere alcun riguardo ai prezzi dei beni e servizi, ai tassi d'interesse e alla bilancia dei pagamenti. Il presupposto (a) può ricorrere soltanto quando le banche commerciali non sono in condizione di creare nuova moneta; ciò è possibile soltanto quando il rapporto minimo di riserva è del 100% (Piano Chicago) (38); allora, e solo allora, è annullato il potere moltiplicatore delle riserve bancarie. L'offerta di moneta è sempre uguale alla quantità della « moneta della banca centrale » (base monetaria). Il presupposto (b) può ricorrere soltanto quando i prezzi e i tassi di cambio sono pienamente flessibili. Per l'appunto questi sono i presupposti che Friedman postula per la validità della sua regola. Ma essi non sono presenti nel mondo in cui viviamo. Per questo solo motivo la regola di Friedman non è applicabile (39).

15. - L'approccio di Friedman è sostanzialmente lo stesso che fu sviluppato nel 1936 dal fondatore della cosiddetta Scuola di Chicago, Henry C. Simons, nel classico saggio *Rules versus Authorities in Monetary Policy* (40): « in un sistema di libera intrapresa abbiamo ovviamente bisogno di regole del gioco ben definite e stabili, specialmente per ciò che riguarda la moneta. Le regole monetarie devono essere compatibili con il funzionamento ragionevolmente regolare del sistema. Una volta stabilite esse dovrebbero però operare *meccanicamente* (sic), con i colpi che cadono dove possono » (*loc. cit.*, pag. 137). « Per il momento [cioè fin

(38) H. C. SIMONS, *A Positive Program for Laissez Faire*, Chicago, 1934. Si veda anche A. G. HART, *The «Chicago Plan» of Banking Reform. A Proposal for Making Monetary Management Effective in the United States*, in «The Review of Economic Studies», vol. II, 1934-35.

(39) « Se la prescrizione di Milton fosse fatta in un... mondo senza rigidità di prezzi, di salari e di cambi — un mondo di sua creazione —, essa sarebbe più ammissibile. Ma nel mondo imperfetto in cui oggi operiamo, dominato da ogni sorta di rigidità, l'introduzione della sua regola di determinazione dell'offerta di moneta potrebbe, in realtà, essere destabilizzante. Potrebbe condannarci a lunghi periodi di ristagno economico o di inflazione, poiché i lenti processi di aggiustamento dei salari e dei prezzi ritarderebbero la reazione dell'attività economica alla regola monetaria » (W. HELLER, *Is Monetary Policy being Oversold?* in M. FRIEDMAN e W. HELLER, *Monetary vs. Fiscal Policy. A Dialogue*, New York, 1969, p. 26). Si veda anche H. C. WALLICH, *loc. cit.*, p. 17 e segg.; M. C. LOWELL e E. TRISCOLT, *Money, Multiplier, Accelerator Interaction, and the Business Cycle*, in «The Southern Economic Journal», vol. 35, 1968, p. 60 e segg.

(40) In «The Journal of Political Economy», vol. 44, 1936 (corsivo mio).

quando non sarà realizzato il programma di *laissez faire*] dobbiamo ovviamente fare affidamento su un *governo della moneta in larga misura discrezionale* (sic!) — su una *politica intesa a neutralizzare e controbilanciare, con misure fiscali e bancarie, gli effetti delle posizioni monopolistiche e delle protezioni doganali sui prezzi e i saggi salariali* » (*loc. cit.*, pag. 15). Fin qui la situazione non è cambiata ed è improbabile che cambi nel prevedibile futuro (41).

16. - Le idee di Friedman sulla politica monetaria sono state negli ultimi tempi vigorosamente propalate da taluni periodici in opposizione alla presunta eccessiva enfasi posta sull'efficienza degli strumenti fiscali nella politica economica. Si fa di Keynes il responsabile della trascuranza della politica monetaria, e Friedman è esaltato come il « Sigfrido » che ha ucciso il drago Keynes (42). Chiunque abbia meditato sulle difficili opere di Keynes — opere che possono essere comprese soltanto con lungo e approfondito studio — sa che nessuno ha fatto più di Keynes per chiarire la parte della moneta nel processo economico, e come egli abbia dedicato una gran parte della sua vita a problemi di teoria e politica monetaria. Sia il Trattato della moneta (1930), sia la Teoria generale (1936) testimoniano a sufficienza che egli sapeva « quanto conta la moneta ». Per lui, la politica monetaria era uno strumento altrettanto essenziale quanto la politica fiscale. Ma egli conosceva bene anche i limiti delle misure monetarie. Sapeva in quali circostanze le misure monetarie possono essere efficaci e quando meno efficaci. Per questo insisteva perché i colleghi economisti e i politici non

(41) Nessun automatismo è mai esistito nella politica monetaria. Anche il sistema aureo classico, come A. L. BLOMFIELD ha dimostrato nella sua ottima opera *Monetary Policy and the International Gold Standard: 1880-1914* (New York, 1959), era un sistema in cui « le banche centrali erano costantemente richieste di compiere, e di fatto compievano, valutazioni autonome e interventi discrezionali in modi svariati » (*loc. cit.*, p. 60). La stessa opinione è espressa nel rapporto MacMillan (*Report of the Committee on Finance and Industry*, London, 1931, ristampato nel 1961) al par. 40: « ogni qualvolta c'è una perdita d'oro, alla banca centrale è fornito un segnale 'automatico' dell'emergere di condizioni che possono rendere necessaria un'azione positiva. L'obiettivo ultimo — il ripristino del valore internazionale della moneta — è chiaro, ma l'azione da compiere e il preciso momento in cui compierla appartengono alla sfera della *valutazione discrezionale, in una parola spettano alla 'amministrazione'* » (corsivo mio).

(42) Un giornalista oltremodo zelante ha chiesto a Samuelson se Keynes era veramente morto. Risposta di Samuelson: « Sì, morto come Newton e Einstein » (dalla « Frankfurter Allgemeine Zeitung », 7 gennaio 1970).

trascurassero gli strumenti fiscali. Per lui non vi fu mai una questione di « o l'uno o l'altro » strumento; ma sempre di « e l'uno e l'altro » (43). Keynes non può pertanto essere accusato di aver trascurato la politica monetaria come hanno fatto alcuni degli economisti post-keynesiani.

ERICH SCHNEIDER

(43) Si veda ora su questo problema l'opera eccellente di A. LEIJONHUFVUD, *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes. A Study in Monetary Theory*, New York, 1968 (Capitolo VI, n. 2: « Keynes' Applied Theory: The Effectiveness of Monetary Policy »).