

## Il tallone d'Achille della contro-rivoluzione del prof. Friedman

1. - Nella conferenza tenuta all'Università di Londra nel settembre 1970 (1) il prof. Milton Friedman, principale protagonista della « Scuola di Chicago », ha sintetizzato con grande chiarezza in che consista la « contro-rivoluzione della teoria monetaria », da lui stesso prospettata dodici anni prima proprio con il titolo *The Counter-Revolution in Monetary Theory* (2).

In sostanza la contro-rivoluzione parte dalla riaffermazione, con una aggiornata rielaborazione, della ultra secolare teoria quantitativa, per quel tanto in cui siffatta teoria ha dato preminente rilievo alle variazioni della quantità di moneta, quali elementi determinanti delle variazioni del livello dei prezzi e del reddito (visto questo anche nella sua consistenza reale). E attraverso siffatta riaffermazione della teoria quantitativa si è dato spiccato risalto alla importanza della moneta, quale elemento che « conta » (*does matter*) nelle vicende economiche. Proprio per questo gli aderenti alla Scuola di Chicago sono stati battezzati quali « monetaristi ». Sicché mentre con la cosiddetta « rivoluzione keynesiana », delineatasi dopo la pubblicazione della *General Theory*, la politica monetaria era stata pressoché relegata in secondo piano, per essere integrata, se non addirittura sostituita dalla politica di bilancio (*fiscal policy*), si è venuti poi, con la riaffermazione della teoria quantitativa, a rimettere la politica monetaria sul preesistente suo alto piedistallo.

Siffatta riaffermazione rappresenta certamente uno degli aspetti importanti della contro-rivoluzione promossa o quanto meno sostenuta dal Friedman (3). Non è questo peraltro il suo aspetto maggior-

---

(1) Pubblicata dallo Institute of Economic Affairs, « Occasional Papers » n. 33, 1970, e riprodotta in « Bancaria », aprile 1971.

(2) In un discorso tenuto alla London School of Economics.

(3) Se ne ha evidenza nel dibattito svoltosi tra il Friedman e lo Heller nella « Graduate School » della Università di New York nel novembre 1968, pubblicato sotto il titolo *Monetary vs. Fiscal Policy* (New York, Norton & Co., 1969).

mente caratteristico, che va piuttosto individuato nell'aver lasciato cadere l'assunto fondamentale della rivoluzione keynesiana, secondo il quale lo strumento basilare della politica monetaria andrebbe ravvisato nelle variazioni dei tassi d'interesse e nel loro contorcimento (*twist*) e non già nelle variazioni della quantità di moneta emessa dalla banca centrale, quale « base monetaria ». Appunto con la contro-rivoluzione del Friedman le variazioni dei tassi d'interesse ed i loro contorcimenti tornano ad essere considerati, in una prospettiva più appropriata, quali elementi che possono contribuire a promuovere, ma non determinare, da soli, le svolte e in genere l'andamento dell'attività economica (4).

2. - L'aver così rimesso in primo piano l'importanza delle variazioni della quantità di moneta, dopo che erano state deliberatamente poste in soffitta nell'armamentario degli strumenti di politica monetaria (5), costituisce indubbiamente un grande merito del Friedman.

Sotto questo aspetto si può sottoscrivere la decisa presa di posizione di Sir John Hicks, secondo il quale l'affermazione che « se Dio non esistesse dovrebbe essere inventato » varrebbe anche per Milton Friedman (6). E il merito del Friedman per la sua aggiornata riabilitazione della teoria quantitativa trova certamente ampi consensi anche in Italia, dove la validità della teoria quantitativa è stata reiteratamente ribadita dall'autorità, non solo in campo accademico, del professore Costantino Bresciani-Turroni (7).

(4) Si legge nella conferenza del Friedman (a p. 456 di « Bancaria ») che i « monetaristi insistono nel sostenere che i tassi d'interesse costituiscono una guida assai ingannevole per la politica monetaria » e che « è questo uno dei punti sui quali l'impostazione dei monetaristi ha già prodotto un notevole effetto sulla politica degli Stati Uniti ». Tanto che « nel gennaio 1970 il *Federal Reserve*, che aveva fatto fino ad allora affidamento sulle "condizioni del mercato monetario" (ossia sui tassi d'interesse) come criterio base di politica monetaria, ha assunto invece come criterio principalmente gli "aggregati monetari" (ossia la quantità di moneta) ».

(5) Così nel Rapporto Radcliffe si era pervenuti alla conclusione che la quantità di moneta, pur essendo importante, non fosse l'elemento decisivo agli effetti della politica monetaria, come sottolineato nella mia *Economia Creditizia* (U.T.E.T., 1962, § 114, pp. 179-180).

(6) In chiusura alla conferenza tenuta presso la Banca d'Italia il 2 aprile 1970, pubblicata dalla « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review » del settembre 1970 e da « Bancaria » nel giugno s.a.

(7) « La grande importanza sempre attribuita dal Bresciani-Turroni alla teoria quantitativa, quale strumento conoscitivo per l'interpretazione dei fatti concreti ed ancor più quale strumento normativo per la condotta della politica monetaria e creditizia » è stata

Senonché la nostra storia non può terminare qui. Occorre ricordare che la grande notorietà cui è stato legato il nome del Friedman oltre che, o piuttosto che, essere attribuita alla riaffermazione della teoria quantitativa va attribuita anche ed anzi soprattutto all'aver egli ripreso le idee ed i precetti di Henry Simons, tendenti a stabilire « una semplice norma meccanica di politica monetaria » nel governo della quantità di moneta (8). Così egli si è fatto sostenitore dello « automatismo », in contrapposizione alla « discrezionalità » della politica monetaria (9 e 10). I governatori degli istituti di emissione dovrebbero abbandonare la pretesa di regolare la base monetaria a loro discrezione, in base all'andamento di taluni indicatori congiunturali, quali il livello dei prezzi, lo stato della occupazione all'interno e la posizione della bilancia dei pagamenti verso l'estero, le condizioni del mercato monetario e di quello finanziario, con il correlativo andamento dei tassi d'interesse e così via. Il che implica, fra l'altro, che sarebbero illusori i tentativi di governare la base monetaria, ricorrendo a modelli econometrici di elevata complessità, quali il modello « Federal Reserve - M.I.T. » messo allo studio negli Stati Uniti oppure quello che, nella scia di questo, è stato progettato per l'Italia, quale modello « M1 BI ». Per il Friedman e per gli aderenti alla Scuola di Chicago si potrebbero conseguire risultati più promettenti cercando di mettere direttamente in relazione le variazioni del reddito con le variazioni della quantità di moneta.

Il Friedman è andato ancora oltre: secondo lui gli interventi discrezionali delle Autorità monetarie sarebbero addirittura controproducenti agli effetti della stabilità monetaria. Di ciò egli ha inteso offrire ampia documentazione, attraverso diffuse ricerche empiriche,

da me sottolineata nella « Introduzione » al volume edito dal Banco di Roma, quale « Special Issue » della « Review of the Economic Conditions in Italy » (dicembre 1964), nel quale sono stati raccolti i principali articoli del Bresciani pubblicati nella Rivista stessa dal 1947 al 1962.

(8) Nella conferenza tenuta alla Università di Chicago nel 1947, su *The Monetary Theory and Policy of Henry Simons*, riprodotta nella raccolta su « The Optimum Quantity of Money » (Macmillan & Co., 1969), il Friedman ha riconosciuto essere stato il Simons « above all, a shaper of my ideas » (p. 81).

(9) Questa contrapposizione è stata magistralmente sottolineata dallo Schneider in uno dei suoi ultimi scritti *Automatism or Discretion in Monetary Policy?*, nella « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review » giugno 1970 (riprodotto in « Moneta e Credito », stessa data).

(10) L'automatismo o quanto meno « a minimum resort to discretionary policy by the central bank » rappresenterebbe, secondo lo Hayes (nella « Monthly Review » della Federal Reserve Bank of New York, giugno 1970, p. 121), uno dei principali connotati del monetarismo.

culminate nella monumentale *Monetary History of the United States, 1867-1960* (pubblicata nel 1963 assieme ad Anna Schwartz), le cui conclusioni erano state già formulate nel *Program for Monetary Stability* del 1959 (11). E nella conferenza da cui abbiamo preso le mosse egli spiega come mai gli interventi discrezionali sarebbero controproducenti: le autorità monetarie, e in prima linea il *Federal Reserve Board*, avrebbero « agito, quasi invariabilmente, con troppo ritardo e con troppa forza » (p. 453) (12).

Da ciò la regola aurea del Friedman, presentata da ultimo nella già citata raccolta di saggi su *The Optimum Quantity of Money*: in definitiva l'automatismo potrebbe essere regolato ad un tasso di aumento annuale della base monetaria del 2%, avendo riguardo soprattutto a considerazioni di lungo periodo, oppure ad un tasso del 5% avendo riguardo a considerazioni di breve periodo. Comunque, per il Friedman, « è più importante si abbia un tasso di aumento costante e conosciuto che non una precisa determinazione del tasso di aumento: l'applicazione della regola del 2% o di quella del 5% sarebbe di gran lunga superiore alla politica monetaria finora seguita » (p. 48).

3. - Non è il caso di riandare qui ai « numerosissimi interventi critici » sollevati da siffatta presa di posizione del Friedman (13).

Questa naturalmente ha riaperto le antiche discussioni sulla estensione da dare al concetto di moneta (14): se, cioè, è da intendere per moneta soltanto la « base monetaria », quale moneta emessa dalla banca centrale (e precisamente anzi la parte di essa che stia effettivamente in mani del pubblico) oppure se vanno considerati in essa anche altri mezzi di pagamento o addirittura altri strumenti di conservazione di valori in forma liquida. Peraltro siffatta questione non presenta interesse agli effetti della validità della teoria quanti-

(11) Scriveva allora il Friedman: « Governmental intervention in monetary matters, far from providing the stable monetary framework for a free market that is its ultimate justification, has proved a potent source of instability » (Fordham University Press, p. 23).

(12) Conclusioni e motivazioni analoghe sono state presentate da Harry G. Johnson nella lezione tenuta in Buenos Aires nella estate 1963 (riprodotta sotto il titolo *Recent Developments in Monetary Theory* negli « Essays in Monetary Economics », London, 1969, 2ª ed.), in base alle ricerche effettuate per la « Royal Commission on Banking and Finance in Canada ». Egli riferisce di aver « obtained the result that monetary theory was doing more good than harm for about one month in twelve ».

(13) In gran parte ricordati dallo Schneider nella nota (6) dello scritto già citato.

(14) Di recente se ne è occupato il MARZANO, nello scritto su *La variabile monetaria nelle analisi storiche* (Rivista Bancaria, Milano, gennaio-febbraio 1971, pp. 46-51).

tativa, nella formulazione implicitamente accolta del Friedman, in quanto rimane pur sempre aperta l'alternativa di considerare ogni altra sorta di moneta (all'infuori della base monetaria) quale « surrogato » da aggregare alla moneta di base oppure quale « acceleratore » (in senso « virtuale ») della velocità della moneta stessa (15).

Ne consegue che, quale che sia la estensione data al concetto di moneta, la teoria quantitativa, su cui è fondata la costruzione del Friedman, rimane pur sempre valida. Infatti, proprio gli sviluppi dell'« equazione degli scambi », quale espressione di quella teoria (con esplicita considerazione della velocità di circolazione), conducono a stabilire — secondo le parole dello Schneider — « 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 », rendendo così « possibile prospettare una semplice regola per una politica mirante a stabilizzare i prezzi »: « la norma, cioè che Milton Friedman ed i suoi collaboratori vanno vigorosamente sostenendo da oltre un decennio » (16).

4. - Senonché la condizione del parallelismo tra gli sviluppi del reddito reale e quelli della quantità di moneta costituisce bensì una condizione necessaria, ma non già una condizione sufficiente per la stabilità dei prezzi (17). A questi effetti occorre tener conto anche delle « equazioni fondamentali » presentate dal Keynes nel suo *Treatise on Money* (nel ch. 10), per stabilire la necessità dell'equilibrio, nel senso di adeguamento, tra risparmi ed investimenti (18).

(15) I due diversi modi di intendere il concetto di moneta risalgono rispettivamente a J. Law ed al Cantillon, mentre la velocità « virtuale » è espressamente presa in considerazione dal Wicksell, come da me riferito nella citata *Economia Creditizia* (§ 171, pp. 286-289).

(16) A p. 121 dell'articolo citato.

(17) La condizione del parallelismo è, per il Friedman, non solo necessaria ma anche sufficiente. Se ne ha esplicita conferma anche dal testo della sua conferenza cui ci si riferisce, nel quale si legge, fra l'altro, « l'inflazione è e può essere determinata soltanto da un aumento nella quantità di moneta più rapido di quello nella produzione » (in « Bancaria », p. 455, § 8; corsivo mio).

(18) Su queste « equazioni fondamentali » si è soffermato lo Hicks, in apposita *Note on the Treatise*, a pp. 189-202 dei suoi *Critical Essays in Monetary Theory* (Oxford, 1967). La equazione cui ora ci riferiamo può scriversi, secondo le notazioni abituali (P = livello dei prezzi, I = investimenti, S = risparmi):

$$P = I + I - S.$$

Sicché il livello dei prezzi aumenterebbe ogni qualvolta si abbia un eccesso degli investimenti sui risparmi e diminuirebbe nel caso inverso.

Il non tener conto di queste condizioni costituisce il « tallone d'Achille » della contro-rivoluzione del Friedman, in quanto viene ad esserne inficiata la validità della norma da lui sostenuta. Perché si mantenga l'equilibrio tra risparmi ed investimenti e di riflesso la stabilità dei prezzi non può essere sufficiente sia mantenuto il parallelismo tra gli sviluppi del reddito reale e gli sviluppi della moneta, guardando questi sviluppi della moneta soltanto nei loro aspetti quantitativi. Occorre piuttosto considerare anche quale sia la « natura » della moneta con la quale si presume di fronteggiare gli investimenti reali.

A questi effetti, peraltro, non possono essere fatte valere le abituali distinzioni della moneta dal punto di vista tecnico-formale: non serve aver riguardo, ad esempio, alle caratteristiche che fanno distinguere le banconote dai depositi bancari e, nell'ambito di questi, i depositi in conto corrente dai depositi iscritti in appositi libretti (quali quelli cosiddetti « a risparmio ») o in « buoni » o « certificati », comunque qualificati, avuto sempre riguardo alle loro caratteristiche tecnico-formali. Occorre piuttosto acclarare quale sia — ripetersi — la « natura » e cioè il « sottofondo » (*background*) della moneta e delle altre attività finanziarie che vengono adoperate per finanziare gli investimenti reali (19). Acclarare, cioè, se a fronte di questi si abbia il trasferimento di un corrispondente ammontare di risparmi in essere o, quanto meno, in fieri oppure una più o meno articolata contrapposizione tra crediti dati e crediti ricevuti, tale da rendere possibile la creazione di moneta e di altre attività finanziarie per « autogenesi », vale a dire senza alcun trasferimento di risparmi (20).

5. - Invero accertamenti del genere sono tutt'altro che agevoli e sono anzi pressoché irrealizzabili in termini numerici. Per altro i progressi che si sono già realizzati e che si continuano a realizzare nella analisi dei processi di creazione della moneta creditizia e delle altre attività finanziarie, nonché nella elaborazione delle relative statistiche consentono di stabilire un punto essenziale agli effetti

(19) La necessità di accertamenti siffatti è stata da me sottolineata nel § 2 dello scritto su *La copertura del fabbisogno finanziario del settore pubblico e del settore privato* (in « *Bancaria* », agosto 1970).

(20) In merito alla contrapposizione, quale processo che può dar luogo alla creazione di attività finanziarie per autogenesi, mi sono soffermato in apposito paragrafo (4. 1) della mia *Introduzione alla Economia Creditizia* (Boringhieri, 1969).

della validità delle regole del Friedman. Consentono, cioè, di stabilire che la quota parte di moneta ed altre attività finanziarie create per autogenesi ha assunto e va assumendo con l'andar del tempo sempre maggiore importanza rispetto alla quota parte creata per trasferimenti di risparmio.

E' proprio questo quel che sta accadendo sotto i nostri occhi non solo nei rapporti internazionali quali emergono (per i trasferimenti di risparmio) dalle bilancie dei pagamenti, ma anche nell'ambito dei singoli paesi. E in questo ambito la crescente importanza della autogenesi si realizza non solo per trasferimenti « inter-settoriali », quali ormai emergono dalle statistiche finanziarie, ma anche per trasferimenti « intra-settoriali » per i quali, in mancanza di precisi accertamenti, si possono formulare soltanto delle congetture, più o meno attendibili (21).

Comunque, anche a prescindere da accertamenti numerici, una riprova per così dire macroscopica dei cambiamenti che possono intervenire e vanno intervenendo nella « natura » della moneta di cui ci serviamo per finanziare gli investimenti (anche nell'ambito di singoli paesi) è data dal pressoché vertiginoso crescendo della quota parte di attività finanziarie rappresentate dalle euro-divise e, in prima linea, dagli euro-dollari. Crescendo che ormai ha fatto toccar con mano come quella quota parte costituisca — secondo una felice espressione del Governatore Carli (22) — « una piramide di carta » (23).

Siffatti cambiamenti che ricorrono nella « natura » della moneta, fanno sì che variazioni dello stesso ammontare nella quantità di moneta, guardata soltanto nel suo aspetto dimensionale, ancorché soddisfino la condizione del parallelismo, quale si desume dalla equazione degli scambi, possono non soddisfare la condizione dell'equilibrio tra risparmi ed investimenti, quale si desume dalle

(21) Ho riferito qualche cifra in proposito sia nella citata *Introduzione* (pp. 75-76), sia nel citato scritto su *La copertura del fabbisogno finanziario* (ai paragrafi 4 e 5).

(22) Nella conferenza tenuta presso lo « Istituto di Studi per lo Sviluppo Economico », a Napoli, il 24 marzo 1971, riprodotta nella « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », giugno 1971.

(23) Nella ricordata conferenza il « crescendo » del volume degli eurodollari è giustamente attribuito agli « effetti moltiplicatori » del credito da tempo accertati nell'ambito di singoli paesi. Per altro siffatti « effetti moltiplicatori » vanno fatti risalire, dal punto di vista economico, alla contrapposizione tra crediti dati e crediti ricevuti, senza trasferimenti di risparmio, quali vengono in maggiore evidenza nei rapporti internazionali per le « reciprocal credit facilities » e per gli « swaps ».

« equazioni fondamentali » del *Treatise*. Sicché ne resta inficiata — ripetesi — la validità della norma della Scuola di Chicago basata esclusivamente sulla condizione del parallelismo.

6. - Così, in definitiva, il prendere in considerazione soltanto una delle condizioni necessarie per la stabilità dei prezzi costituisce — come si è detto — il tallone d'Achille della contro-rivoluzione del Friedman, con la quale egli è venuto a perorare l'automatismo nel governo della politica monetaria.

La portata di questa presunta contro-rivoluzione va perciò ridimensionata, con appropriata integrazione degli aspetti puramente dimensionali delle variazioni della quantità di moneta, in modo da tener conto anche degli aspetti inerenti alla « natura » della moneta quale effettivamente viene adoperata anche nel finanziamento degli investimenti reali. Il che vuol dire che anche nel campo della politica monetaria non ci si può affidare a regole di condotta automatiche.

Se talune norme, quale quella formulata dal Friedman, possono servire di orientamento, quali « stella polare », occorre pur sempre lasciare adeguati margini di discrezionalità a chi ha la responsabilità di governare la politica monetaria a seconda delle alterne vicende della perenne fluttuazione degli sviluppi dell'economia, anche nei loro aspetti internazionali.

AMEDEO GAMBINO