



Le frontiere della politica monetaria: aspetti didattici, teorici, di politica economica. Un *review article*

SERGIO CESARATTO

Abstract:

Il libro di Baglioni (2021) sulla politica monetaria è molto informativo e un buon sussidio didattico. In questo "review article" muoviamo alcune critiche costruttive. La prima riguarda il background macroeconomico mainstream alla politica monetaria e il richiamo a un maggiore pluralismo, anche per ragioni didattiche. La seconda critica concerne l'incompleto endorsement dell'endogenità della moneta, inclusa una critica esplicita di analisi tradizionali diffuse nei libri di testo di macroeconomia come la teoria dei fondi prestabili, il moltiplicatore monetario, l'idea che la banca centrale controlli i tassi di interesse manovrando l'offerta di moneta. Sugeriamo infine una più completa illustrazione delle cause della crisi finanziaria europea e della governance incompleta dell'eurozona come background delle politiche monetarie della BCE.

The frontiers of monetary policy: didactic, theoretical, economic policy aspects. A review article

Baglioni's book (2021) on monetary policy is very informative and a good teaching aid. In this "review article" we make some constructive criticisms. The first concerns the mainstream macroeconomic background to monetary policy and the call for more pluralism, also for didactic reasons. The second criticism concerns the incomplete endorsement of the endogeneity of money, including an explicit critique of traditional analyses popular in macroeconomics textbooks such as the loanable funds theory, the money multiplier, and the idea that the central bank controls interest rates by manoeuvring the money supply. Finally, we suggest a fuller explanation of the causes of the European financial crisis and the incomplete governance of the Eurozone as background to the ECB's monetary policies

Dipartimento di Economia Politica e Statistica, Università di Siena,
email: sergio.cesaratto@unisi.it

Per citare l'articolo:

Cesaratto S. (2022), "Le frontiere della politica monetaria: aspetti didattici, teorici, di politica economica. Un *review article*", *Moneta e Credito*, 75 (299): 353-373.

DOI: <https://doi.org/10.13133/2037-3651/17880>

JEL codes:

A2, E12, E42, E5

Keywords:

Monetary policy, endogenous money, post-Keynesian theory, ECB, euro

Homepage della rivista:

<http://www.monetaecredito.info>

Il libro Angelo Baglioni *Le frontiere della politica monetaria* (Baglioni, 2021) è molto utile e informativo sebbene, come dirò, presenta attualmente alcune incompletezze con ripercussioni sia analitiche che didattiche.

Il volume si compone sostanzialmente di quattro parti: un'introduzione ai fondamenti macroeconomici della politica monetaria; la spiegazione degli obiettivi e strumenti della medesima; l'illustrazione dell'azione della Banca Centrale Europea (BCE) durante le due crisi (finanziaria e pandemica); infine, temi sussidiari come il confronto con altre banche centrali, la stagnazione secolare, le monete digitali emesse dalle banche centrali, e la politica monetaria verde. Il volume si rivolge a corsi di politica monetaria dell'ultimo anno della laurea triennale, o della laurea specialistica. A differenza di molti testi di economia monetaria in commercio, esso ha il pregio della concretezza nello spiegare la realtà della politica monetaria. Il volume si muove nel mondo operativo delle banche centrali, per così dire, piuttosto che in quello piuttosto paludato dell'insegnamento monetario di tipo accademico volto a spiegare una sequela di teorie e modelli che spesso mortificano l'interesse dei discenti. Nonostante le



menzionate incompletezze analitiche, questo lo rende più vicino alla realtà e dunque più accattivante per gli studenti e le studentesse, mettendoli in grado di seguire le vicende della politica monetaria. Chi scrive ha sperimentato negli ultimi dodici anni il piacere di insegnare una disciplina, la politica monetaria europea, potendo riferirsi di lezione in lezione a vicende economiche e misure monetarie in continua evoluzione. Dell'ultimo drammatico cambiamento di scena il volume di Baglioni non ha potuto tenere conto (come del resto il mio quasi coevo contributo, Cesaratto, 2021a): il repentino passaggio da uno scenario deflazionistico a uno inflazionistico e poi, naturalmente, la drammatica guerra. Dai sonnacchiosi due decenni del "new normal" pre-crisi finanziaria, si è ora approdati a una complessa instabilità sotto vari punti di vista, strutturale, finanziario e geopolitico. È bene anticipare qui gli spunti critici che avanzerò nelle pagine che seguono.

La visione della moneta e della politica monetaria ha visto in anni recenti l'affermarsi della concezione "endogena" della moneta rispetto a quella più tradizionale "esogena". I posizionamenti nel dibattito sono complessi. Sebbene più confacente alla teoria keynesiana e postkeynesiana,¹ la teoria della moneta endogena è ampiamente condivisa specialmente presso le banche centrali (Borio e Disyatat, 2015), non da ultimo perché fu condivisa dall'economista marginalista attualmente più influente sui temi di politica monetaria, Knut Wicksell. La concezione endogena della moneta muove dall'idea che le banche abbiano il potere di creare moneta bancaria *ex nihilo* attraverso l'attività creditizia, mentre quella esogena coincide grosso modo con la teoria dei fondi prestabili. Le due concezioni fanno da base la prima alla moderna illustrazione della politica monetaria (che Baglioni presenta), la seconda a quella tradizionale ancora diffusa nei libri di testo. La principale incompletezza del libro di Baglioni è che mentre descrive in maniera fondamentalmente corretta la politica monetaria, la sua trattazione non è ben saldata alla natura endogena della moneta, il che rende incompleta e qui e lì ambigua l'esposizione. Una critica esplicita della teoria dei fondi prestabili, del moltiplicatore monetario e delle presentazioni manualistiche della politica monetaria sarebbe stata in questo senso opportuna. Se questa è la carenza 'tecnica' più severa, un secondo ordine di critiche riguarda l'impianto di analisi economica basato esclusivamente sulla teoria *mainstream* e il concetto di tasso naturale di interesse. Doveroso, mi sembra, è che alle studentesse e agli studenti vadano segnalate anche le debolezze analitiche di tale teoria e almeno suggerita l'esistenza di una letteratura alternativa (peraltro con un più elevato grado di complementarità con la teoria della moneta endogena; si veda Cesaratto e Di Bucchianico, 2020). Riteniamo che anche per un economista *mainstream* questo sia, se non altro, didatticamente importante. Il mio contributo vuole essere comunque un spunto costruttivo al dialogo fra impostazioni diverse. Una terza incompletezza è nell'assenza di una narrazione, seppur sintetica, delle ragioni della crisi europea che seguì a quella finanziaria americana (ma con dinamiche sue proprie). Le ragioni della crisi europea e della insufficiente reazione iniziale delle sue politiche economiche sono in gran parte dovute alla incompleta governance dell'Unione economica e monetaria europea (UME). Questo avrebbe meglio contestualizzato la (pur ottima) narrazione delle misure di politica monetaria della BCE nello scorso quindicennio, inclusa la 'solitudine' in cui la BCE fu per molti aspetti lasciata e la necessità e la difficoltà politica di completare quella governance – che Baglioni non manca comunque di sottolineare.²

¹ Keynes stesso condivide nei suoi scritti talora l'una e talora l'altra visione (endogena nel *Trattato*, esogena nella *Teoria generale*, di nuovo endogena negli articoli del 1937-1938 sul "finance motive"), confermando una famosa battuta circa la sua versatilità intellettuale (si veda Cesaratto e Pariboni, 2022).

² Si veda Cesaratto (2021b) su Rostagno et al. (2021).

Nel raccontare criticamente alcuni aspetti rilevanti del libro non seguirò strettamente l'ordine dei capitoli. È infatti inevitabile in una materia così viva come la politica monetaria, soprattutto dalla crisi del 2008, che la descrizione degli strumenti non possa essere trattata in astratto in un capitolo, seguita da un capitolo più 'storico' sulle misure progressivamente intraprese. Inevitabilmente i due aspetti sono intrecciati (come ho sperimentato anch'io nelle lezioni in aula e in Cesaratto, 2021a). Per queste ragioni concentrerò per quanto possibile i rilievi sui fondamenti macroeconomici nella sezione 1, quelli sulla politica monetaria europea nelle sezioni 2 e 3. Le mie considerazioni riguardano sia il dibattito di analisi e politica economica e monetaria che le implicazioni per la didattica dell'economia, nella convinzione che l'impiego dell'analisi teorica comparata (il confronto fra teorie alternative) susciti e arricchisca la partecipazione e l'interesse di studentesse e studenti.

1. Il background analitico

L'ampio spazio dato nel presente *review article* alle micro-fondazioni (reali) marginaliste dell'analisi monetaria di Baglioni può essere ritenuto eccessivo. Vedremo tuttavia come sull'analisi monetaria ci sia grosso modo una convergenza con l'analisi di Baglioni (la mia critica sarà semmai di incompletezza). È sulle fondazioni analitiche dell'analisi monetaria e relative implicazioni di politica economica che si manifesta una severa divergenza, con riguardo dunque alla parte reale della teoria. Questo conferma che la critica alla teoria marginalista non vada condotta principalmente sul terreno monetario, almeno con riferimento agli economisti *mainstream* più avvertiti sui temi monetari (come Baglioni), ma sulla parte reale (Garegnani, 1979). Didatticamente va evitato che le studentesse e gli studenti prendano per *fatti* quelle che sono *narrazioni* che hanno basi teoriche comunque contestabili.

1.1. Le micro-fondazioni

Il primo capitolo che descrive il modello macroeconomico di riferimento, definibile genericamente come "neokeynesiano", è ben scritto e chiaro. Peccato che non risalga in maniera compiuta alle sue fondazioni microeconomiche marginaliste, queste ultime piuttosto esposte a critiche analitiche.³ Per farlo, sufficiente sarebbe stato riferirsi agli equilibri *simultanei* del mercato del lavoro e del "capitale" (un mini equilibrio economico generale) che viene forse dato per scontato. Purtroppo studenti e studentesse arrivano ai corsi relativamente avanzati avendo poco compreso tali fondazioni e la centralità di questi due mercati per l'analisi macroeconomica. V'è qui una responsabilità sia dei testi di micro che di macro correntemente più diffusi rispetto a quelli ben migliori di qualche decennio fa.⁴

³ Il termine "microeconomia" è equivoco. Esso si riferisce a un'analisi (micro)fondata delle scelte dei singoli soggetti (consumatori-lavoratori e imprese). Non va tuttavia confuso con quello di "equilibrio parziale" (singoli mercati o soggetti rappresentativi isolati) in quanto quelle scelte vanno collocate nell'analisi dell'equilibrio economico generale, un'analisi dunque del sistema economico nel suo insieme.

⁴ Fra questi ultimi testi di macroeconomia, spiccano Ackley (1971) fra i testi stranieri, e Graziani (2001) fra quelli italiani. Blanchard et al. (2016) crea molte confusioni celando le basi da ultimo marginaliste del suo approccio. Fra i testi micro più chiari sul tema della teoria marginalista della distribuzione v'è Frank (1998); fra i più nefasti Varian (2011).

Un *reminder* di tale analisi dovrebbe avere lo scopo di rinfrescare i seguenti concetti (in un semplice modello a due fattori): a) la derivazione delle funzioni di domanda dei fattori produttivi dalle funzioni del prodotto marginale, in modo che gli studenti e le studentesse non prendano le funzioni di domanda come “ovvie” e non invece come un costrutto teorico;⁵ b) data l’offerta dei fattori produttivi, la determinazione simultanea in condizioni di concorrenza del salario (reale) di equilibrio e dell’occupazione, e del tasso di interesse (naturale) di equilibrio e della quantità di capitale impiegata. Andrebbe altresì rammentato: c) come la flessibilità nel mercato del lavoro conduca al pieno impiego, inteso come piena occupazione di coloro che intendono lavorare a salario reale corrente e, per contro, come la causa di disoccupazione risieda, per questa teoria, nelle rigidità del mercato del lavoro (spiegando di cosa si tratti, principalmente della piena libertà per i datori di lavoro di assumere e licenziare i dipendenti); d) come l’equilibrio nel mercato del capitale consenta a questa teoria di aderire alla Legge di Say per cui nell’economia al saggio naturale di interesse tutta l’offerta di risparmio (associata al pieno impiego di capitale e lavoro) è assorbita dagli investimenti; all’uopo ideale è che si mostri come l’equilibrio nel mercato risparmi-investimenti sia una copia in scala (in termini di flusso) dell’equilibrio nel mercato del capitale (in termini di stock).

Nel rispetto del pluralismo e della completezza analitica andrebbe infine accennato che esistono problemi analitici circa la misurazione dello stock di capitale che numerosi economisti ritengono insormontabili e tali da inficiare tutta l’analisi appena riassunta; gli studenti e le studentesse sono perfettamente in grado di intuire la maniera più semplice in cui tali problemi si pongono: il fatto cioè che la dotazione di capitale considerata come un dato in valore nella determinazione delle curve di domanda degli altri “fattori produttivi” non può essere misurato senza già conoscere i prezzi (incluso il salario e tasso di interesse di equilibrio) che, tuttavia, costituiscono proprio ciò che la teoria vuole determinare. Instillare qualche dubbio dovrebbe essere il compito primo dell’insegnamento. In termini di politica economica, se le critiche al concetto marginalista di capitale fossero fondate (e nessuno potrebbe negarlo), sia il precetto che la flessibilità del mercato del lavoro conduca alla piena occupazione, che l’idea che vi sia un tasso di interesse (naturale) che fa in modo che gli investimenti assorbano i risparmi di pieno impiego, sarebbero invalidate.⁶

1.2. Il modello macro di riferimento

Il modello macroeconomico marginalista esposto da Baglioni si basa su due equazioni rispettivamente dell’offerta e della domanda aggregata. L’equazione dell’offerta aggregata fa a sua volta riferimento alla ben nota curva di Phillips. Di essa Baglioni dà due spiegazioni (Baglioni, 2021, pp. 16-17).

⁵ Persino l’esposizione dell’andamento delle funzioni del prodotto marginale è parzialmente sbagliata nella microeconomia che si trova nei libri di testo. Un’esposizione corretta dovrebbe rifarsi al celebre articolo di Sraffa del 1925.

⁶ Per completezza si dovrebbe accennare agli studenti e studentesse che i complessi e irresolubili problemi di teoria del capitale oggetto della (un tempo) celebre “controversia fra le due Cambridge” non sono evitati aderendo alle cosiddette teorie neowalrasiane in cui si evita la misurazione dello stock di capitale in valore. Infatti per definizione tali teorie o adottano analisi di brevissimo periodo, o mercati completi. In ambedue i casi esse sono così inutili per fondare l’analisi macroeconomica (che se ne farebbe quest’ultima di un concetto di salario reale di equilibrio temporaneo?). Si vedano Dvoskin (2016), Dvoskin e Petri (2017), Petri (2019). Faccio infine osservare come Knut Wicksell si pose, a differenza dei suoi moderni epigoni, il problema della misurazione del capitale, non riuscendo, tuttavia, portarlo a soluzione.

La prima, di buon senso, si riferisce al fatto che una minore disoccupazione rafforza il potere contrattuale dei lavoratori che possono quindi contrattare salari monetari più elevati e questo può tradursi in maggiore inflazione. Questa interpretazione richiama l'approccio conflittuale alla teoria della distribuzione degli economisti classici e il concetto di esercizio industriale di riserva di Marx, sebbene, come notano Stirati e Paternesi Meloni (2018, p. 495), "non è proprio la stessa cosa, poiché da quella prospettiva sono i salari reali ad essere interessati, mentre l'analisi empirica di Phillips riguarda solo i salari nominali."⁷ Si dipartono da qui due strade. Se si assume che le imprese fissino un *mark-up* sui costi che è dato "e non può cambiare come conseguenza della contrattazione salariale", allora, "ogni cambiamento nei salari nominali sarà completamente e rapidamente trasferito sui prezzi, e quindi ogni tentativo persistente di aumentare il salario reale porterà a rivendicazioni sul reddito fra loro incompatibili e all'accelerazione dell'inflazione" (ibid., p. 501). È questa la strada presa da alcuni economisti postkeynesiani come Bob Rowthorn ma anche da Olivier Blanchard et al. (2016, pp. 198-200).⁸ In questa impostazione, l'intercetta con l'asse delle ascisse della curva di Phillips non individua comunque un equilibrio di piena occupazione, ma solo un livello di disoccupazione che disciplina i lavoratori talché l'inflazione è stabile:

in questa prospettiva quella che Blanchard ha chiamato la "coincidenza divina" [di stabilità dei prezzi e piena occupazione] è, per molti versi, perduta: il NAIRU non riflette necessariamente l'occupazione massima che può essere raggiunta dati i vincoli strutturali, ma rappresenta semplicemente il tasso di disoccupazione necessario per disciplinare i lavoratori ad accettare un salario reale coerente con un dato *mark-up* e tasso di profitto (Stirati e Paternesi Meloni, 2018, p. 501).

Alternativamente il conflitto distributivo può condurre ad aumenti dei salari reali, per quanto al prezzo di un tasso di inflazione elevato (sebbene non necessariamente accelerante). In tale contesto vi sono due strade per ridurre il tasso di inflazione, quella "liberista" e la via "socialdemocratica":

Una di queste vie è la riduzione del potere contrattuale dei lavoratori attraverso l'aumento della disoccupazione, con i suoi costi economici e sociali, e cambiamenti istituzionali (che è stata la via seguita nella maggior parte dei paesi industriali a partire dagli anni 1980); l'altra è la ricerca di una soluzione condivisa al conflitto distributivo attraverso una contrattazione centralizzata e politiche dei redditi che interessino tutti i redditi e non solo quelli dei lavoratori, un importante ruolo redistributivo dello stato, ricerca e innovazioni tecniche che migliorino la crescita della produttività (per molti versi, questa è la via perseguita per lungo tempo nel Nord Europa) (Stirati e Paternesi Meloni, 2018, p. 502-503).

La seconda via di risoluzione del conflitto fa riferimento alla teoria marginalista sommariamente evocata nella sezione precedente e che ci porta alla seconda interpretazione della curva di Phillips indicata da Baglioni. Si assume in particolare che vi sia equilibrio nel mercato del lavoro caratterizzato dall'assenza di disoccupazione involontaria (la disoccupazione è al suo livello "naturale"): gli occupati lavorano al salario reale di equilibrio per cui non vi sarebbe ragione per un'inflazione positiva, o che questa si scosti da un suo valore (basso e) costante.⁹ Un aumento dell'inflazione viene attribuito alla facoltà che hanno le banche

⁷ Le traduzioni dall'inglese, qui e più avanti, sono mie.

⁸ Blanchard et al. (2016) si rifà, com'è noto, a Layard et al. (1994).

⁹ La riconduzione della curva di Phillips nell'alveo marginalista è, com'è noto, dovuta a Richard Lipsey. Si vedano Palumbo (2010) sulla relazione con la formulazione originaria di William Phillips, e Stirati e Paternesi Meloni (2018, pp. 494-499) per una sintetica ma illuminante sintesi del dibattito più recente. I verità non è detto che al salario reale di equilibrio (marginalista) i lavoratori non possano richiedere salari più elevati. Se così fosse, si ritornerebbe

centrali di fissare un tasso di interesse monetario inferiore a quello naturale in seguito ad errori o ritardi delle autorità monetarie (come nella formulazione originaria di Wicksell), o interferenze indebite da parte dei politici nella politica monetaria (come in quella di Friedman). L'analisi è fin troppo nota: la pressione della domanda aggregata (o delle sue componenti più sensibili al tasso di interesse) genera un aumento dei prezzi e un desiderio delle imprese di accrescere la produzione, e così un aumento anche dei salari monetari che induce disoccupati volontari a entrare nel mercato del lavoro, illusi che coi salari monetari stiano aumentando anche quelli reali.¹⁰ Naturalmente con la fine dell'illusione monetaria, e ammesso che le autorità monetarie non ripetano errori o subiscano nuove interferenze, si torna all'equilibrio di lungo periodo (da cui neppure ci si muoverebbe con aspettative razionali).

La curva di Phillips fonda così una curva d'offerta aggregata in cui il tasso di inflazione è in relazione allo scostamento del livello dell'output (y_t) dal suo livello naturale (y_n) - o strutturale nella definizione di Baglioni (2021, p. 19) - quello relativo al tasso di disoccupazione naturale:

$$\pi_t = \pi_t^e + \beta(y_t - y_n) \quad (1)$$

Andrebbe meglio chiarito alle studentesse e agli studenti che si tratta di una particolare funzione d'offerta in cui l'output effettivo si può discostare dal suo livello di lungo periodo solo se l'inflazione effettiva è superiore a quella attesa, ovvero se i soggetti, e in particolare i lavoratori, soffrono di illusione monetaria. Ne viene che tale curva d'offerta torna verticale nel lungo periodo in corrispondenza a y_n quando $\pi_t = \pi_t^e$. Nell'ambito di questa seconda interpretazione della curva di Phillips e della relativa curva d'offerta, Baglioni correttamente parla di un *trade-off* di breve periodo fra disoccupazione e inflazione (ibid., pp. 19-20), dove l'equilibrio di lungo periodo rappresenta il migliore dei mondi possibili. Maggiore rilievo in sede critica avrebbe meritato il fenomeno dell'isteresi, ovvero gli effetti di lungo periodo delle recessioni sulla capacità produttiva (ibid., p. 21), ciò che avrebbe aperto un varco verso il ruolo di lungo periodo della domanda aggregata nella determinazione dell'offerta aggregata. Sfortunatamente, come notano ancora Stirati e Paternesi Meloni (2018, p. 493): l'interpretazione della curva di Phillips "coerente con i fondamenti neoclassici, è diventata così profondamente radicata nel modo di pensare dei macroeconomisti che una considerevole evidenza contraria, e il crescente riconoscimento della possibilità di 'isteresi', non ha realmente permesso di scartare fino ad ora i principali principi della visione di Friedman".

La funzione di domanda aggregata è ottenuta da Baglioni a partire da una funzione *IS* scritta in termini di *output gap*:

alla prima interpretazione della curva di Phillips, in cui l'intercetta orizzontale indica un livello di disoccupazione sufficientemente elevato da costringere i lavoratori ad accettare il salario reale corrente.

¹⁰ In verità i salari reali stanno diminuendo poiché, seguendo questa teoria, le imprese accrescono la produzione muovendosi lungo curve dei costi crescenti, e quindi i prezzi stanno aumentando *più* dei salari. È la diminuzione dei salari reali che induce le imprese ad accrescere l'occupazione. Come osservano Stirati e Paternesi Meloni (2018, p. 497) questo "mostra quanto sia difficile spiegare i cambiamenti dell'occupazione associati alle fluttuazioni della domanda aggregata quando ci si attiene alle premesse neoclassiche, poiché richiede che i lavoratori e i datori di lavoro abbiano opinioni completamente opposte su ciò che sta accadendo ai salari reali". Crediamo che se non spiegato bene, questo punto sfugga anche alle studentesse e agli studenti più avveduti. Essi sono portati ad apprendere narrazioni (prendendole magari per fatti incontestabili come spesso fatto nei libri di testo *mainstream*), non a comprendere le loro fondazioni teoriche e a confrontarle con altre tesi (un sussidio didattico in questa direzione può essere Cesaratto, 2019).

$$y - y_n = -m\gamma(r - r_n) \quad (2)$$

Tale funzione esprime l'*output gap* ($y - y_n$) in funzione del gap fra il tasso di interesse corrente e il tasso di interesse naturale reale ($r - r_n$), laddove il tasso di interesse reale è in relazione inversa col livello degli investimenti che, dato il valore del moltiplicatore keynesiano (qui rappresentato dal termine m), determina a sua volta il livello del reddito. Andrebbe qui ricordato a studenti e studentesse che tale relazione fra investimenti (delle imprese) e tasso di interesse non va considerata ovvia né dal punto di vista empirico né teorico. Dal punto di vista empirico numerosi studi smentiscono l'influenza del tasso di interesse sugli investimenti (per esempio Sharpe e Suarez, 2013), mentre da quello analitico i risultati della menzionata controversia sulla teoria del capitale inficiano tale conclusione.¹¹

La determinazione dell'*output gap* (ovvero del gap fra domanda aggregata corrente e domanda aggregata di pieno impiego) dipende sulla base dell'equazione (2) dal tasso di interesse (reale) perseguito dalla banca centrale. Questo ci rimanda dunque al criterio che la banca centrale segue nella sua politica del tasso di interesse. Prevalente fra le banche centrali è l'*inflation targeting* che nella sua versione "pura" è esprimibile attraverso la nota relazione:

$$r_t = r_n + \delta(\pi_t - \pi^*) \quad (3)$$

dove π^* è il tasso di inflazione obiettivo assegnato alla banca centrale.

All'esclusivo fine di "passare" l'esame, studenti e studentesse imparano spesso senza capire, per cui va loro continuamente rammentata la radice teorica delle relazioni (che non sono affatto "naturali", in barba all'abuso di tale termine). Un seppur breve lavoro di decostruzione della relazione (3) sarebbe dunque utile. Questo per rammentare che il tasso obiettivo π^* è relativo alla situazione socialmente ottimale di equilibrio (marginalista) nel mercato del lavoro; ma che alla luce di altre interpretazioni (non marginaliste) la stabilità dei prezzi è semplicemente una situazione in cui il livello di disoccupazione è sufficiente sì da non generare conflitti salariali. In sintesi, nella teoria *mainstream* la stabilità dei prezzi è *associata all'assenza* di disoccupazione involontaria, in teorie alternative la stabilità dei prezzi è *assicurata dalla presenza* di disoccupazione involontaria. Nella loro apparente elementarità questi distinguo non sono semplici per gli studenti e le studentesse, per cui vanno dettagliatamente spiegati, ma saranno certamente graditi ai più curiosi di loro appassionandoli allo studio.

La banca centrale naturalmente non controlla il tasso reale r_t , e controlla invece il tasso nominale i_t legato al tasso reale dalla relazione:

$$i_t = r_t + \pi_t. \quad (4)$$

La (3) diventa dunque:

¹¹ In particolare non è rigorosamente provato che diminuzioni progressive del tasso di interesse conducano sistematicamente all'adozione di tecniche a maggiore intensità di capitale (dunque a maggiori investimenti), questo a causa dell'incontrovertibile fenomeno del "ritorno delle tecniche". Naturalmente questo non significa che il tasso di interesse reale non abbia degli effetti sull'economia: li avrà con la sua influenza sui consumi autonomi e l'acquisto di abitazioni nuove (entrambi finanziati dal credito al consumo), e sui costi per il governo della spesa in disavanzo. È invece ingiustificato sostenere che: "la politica monetaria interviene nel sistema economico regolando il livello del tasso di interesse: in questo modo essa influenza la spesa per investimenti" (Baglioni, 2021, p. 54; si veda anche p. 86). Che non sia così lo riconosce Paul Krugman, definendolo nel suo blog "il piccolo sporco segreto della politica monetaria" (25 ottobre 2014). Più oltre Baglioni (2021, p. 122) ammette che almeno nelle fasi di depressione "il cavallo non beve".

$$i_t = \pi_t + r_n + \delta(\pi_t - \pi^*) \quad (5)$$

Andrebbe qui meglio chiarito il fatto che la banca centrale non conosce r_n che è una variabile teorica non osservabile (una sorta di noumeno).¹² In linea con la lezione marginalista di Wicksell, si può affermare che quando la banca centrale ha “centrato” un tasso nominale i_t tale per cui il tasso di inflazione è al suo livello obiettivo ($\pi_t = \pi^*$), allora il tasso di interesse reale è uguale a quello naturale.

Incidentalmente, Baglioni presenta un tasso di inflazione relativamente elevato come un danno per i lavoratori (2021, p. 27). Naturalmente lo è in assenza di indicizzazione piena. La questione è che non si capisce perché i lavoratori dovrebbero essere favoriti da politiche economiche che combattono l’inflazione accrescendo la disoccupazione. Naturalmente non lo sono, tanto più che l’aumento della disoccupazione diminuisce il loro potere di difesa del salario reale, ma del resto è proprio questo l’obiettivo che si vuole ottenere, tolto il velo di teorie la cui robustezza è discutibile. L’obiezione andrebbe perlomeno sollevata agli studenti e alle studentesse.¹³

Sulla base delle equazioni (2) e (5), Baglioni ricava così la funzione di domanda aggregata:

$$y - y_n = -m\gamma\delta(\pi_t - \pi^*) \quad (6)$$

Questa funzione esprime il controllo della banca centrale sulla domanda aggregata in funzione del suo obiettivo di inflazione: a fronte di un gap inflazionistico positivo la banca centrale reagisce determinando, attraverso un aumento del tasso di interesse nominale, un aumento dell’*output gap* (cioè della disoccupazione).

Baglioni estende poi l’analisi alla più flessibile regola di Taylor e agli aggiustamenti che seguono a disturbi all’equilibrio macroeconomico ottenuto sulla base delle equazioni (1) e (6), ma crediamo sufficiente quanto argomentato sinora sui fondamenti teorici a cui si rifà l’autore. In un qualche modo collegato a questi fondamenti è il tema della “stagnazione secolare”, frequentemente evocato anche nel libro per giustificare in questi anni politiche monetarie “non convenzionali”, su cui ci soffermiamo brevemente.

1.3. Stagnazione secolare

Secondo l’impostazione prevalente, in seguito alla “stagnazione secolare” il tasso di interesse naturale reale si collocherebbe in territorio negativo (Baglioni, 2021, p. 215). Il tasso di interesse nominale a breve termine controllato dalla banca centrale incontrerebbe tuttavia un pavimento, il cosiddetto *zero lower bound* (ZLB).¹⁴ Una volta fissato il tasso di interesse nominale a zero, un tasso di inflazione sufficientemente alto potrebbe essere sufficiente a portare il tasso di interesse reale al desiderato livello negativo. Come scrive Baglioni: “con un tasso di interesse bloccato a un valore nullo, il valore del tasso di interesse reale è determinato unicamente dalla dinamica dei prezzi: $r_t = -\pi_t$ ” (2021, p. 41). Tuttavia l’idea stessa di stagnazione è associata a una bassa inflazione (al limite negativa), per cui il tasso reale effettivo può rivelarsi troppo alto, e al limite trovarsi in territorio positivo se l’inflazione fosse negativa.

¹² Un’analisi critica dei (frustrati) tentativi di stimare empiricamente il tasso naturale è in Levrero (2021).

¹³ Naturalmente Baglioni replicherà che l’inflazione a cui si riferisce ha il solo scopo di “illudere” i disoccupati *volontari* ad entrare nel mercato del lavoro mentre gli altri lavoratori, quelli disponibili a lavorare al salario reale di equilibrio, sono danneggiati dall’aumento dei prezzi. Il mio invito è quello di presentare tutte le tesi.

¹⁴ Il tasso nominale può in realtà essere portato un po’ sotto lo zero tenuto conto dei costi che comporta detenere contante.

Questo potrebbe far precipitare il sistema economico “in una spirale deflazione-recessione” (ibid.) con un “progressivo aumento dei tassi reali”.¹⁵ Sarebbe stato qui utile un riferimento alla *balance sheet recession* di Richard Koo (un accenno rapido ai danni della deflazione è invero a p. 28). Soprattutto, utile (analiticamente e didatticamente) sarebbe stato evocare spiegazioni alternative della stagnazione secolare non basate su un livello negativo del tasso di interesse naturale, impostazioni che danno conseguentemente maggior spazio agli effetti dell’aumento della diseguaglianza sulla domanda aggregata, e a politiche economiche fiscali piuttosto che esclusivamente monetarie come strumento per combattere le recessioni (si veda per esempio Di Bucchianico, 2021, ma anche Baglioni, 2021, p. 218).

Viene inoltre da chiedersi se il concetto di stagnazione secolare abbia centralità nelle vicende dell’economia europea da un lato, e italiana dall’altro. Con riguardo alla prima, l’UME si porta dietro una tendenza deflazionistica implicita nella sua costruzione, come rammenteremo più avanti sulla scorta della lezione di Mundell. Questo si riverbera sulle difficoltà dell’economia italiana su cui pesano le scelte effettuate dal 1979 di un regime più disciplinante basato sui cambi fissi, prima col Sistema Monetario Europeo, poi con l’euro (Cesaratto e Zezza, 2019). Le ragioni dell’adesione dell’Italia all’UME e un richiamo alle vicende precedenti non trovano tuttavia alcuno spazio nel libro in oggetto.

2. La politica monetaria in tempi normali

Nel terzo capitolo Baglioni si occupa del funzionamento della politica monetaria prima e successivamente alla crisi finanziaria e nel quarto delle politiche della BCE lungo le crisi, finanziaria e pandemica. Cominciamo coll’esaminare il funzionamento della politica monetaria in “tempi normali” (1999-2007) e nella prossima sezione delle politiche “non convenzionali”.

2.1. Lo schema tradizionale: la politica del tasso di interesse e il corridoio dei tassi

La presentazione del sistema a corridoio (Baglioni, 2021, pp. 56-73) è fondamentalmente ineccepibile, ma vi è una severa omissione analitica, e un’altra più di natura didattica-espositiva.

Il nocciolo della politica monetaria è che la banca centrale fissa il saggio di interesse a breve termine obiettivo, e adegua in maniera passiva l’offerta di riserve alla domanda che le banche esprimono a quel tasso, in maniera tale che il tasso di mercato a brevissimo termine (tasso operativo) converga al tasso obiettivo. La banca centrale è “*price maker*” and “*quantity taker*”. Questo è ben spiegato da Baglioni, così come il principio collegato del “*decoupling*”, vale a dire la dissociazione fra fissazione (attiva) del tasso di interesse e la determinazione (passiva) dell’offerta di riserve. L’omissione analitica riguarda la determinazione della domanda di riserve.

¹⁵ L’esposizione di Baglioni dello ZLB mi rende perplesso in quanto utilizza equazioni in cui non si evidenzia mai che r_n è negativo. Come mostra Di Bucchianico (2021, p. 7), per spiegare le difficoltà dello ZLB è sufficiente osservare che: “Se nell’equazione [5] r^* è negativo, nell’equazione [4], per date (basse) aspettative di inflazione, la soluzione può richiedere che i_t sia negativo, ma questo è qualcosa che non può accadere a causa del vincolo *zero lower bound* [...] sui tassi di interesse nominali controllati dalla politica monetaria”. Rimane impregiudicata la questione dell’inosservabilità pratica del tasso naturale, oltre che della sua spuria natura teorica (v. nota 10).

Baglioni si sofferma molto, e in maniera egregia, sull'esistenza di una domanda decrescente di riserve da parte delle banche che, forti della flessibilità concessa loro durante il "periodo di mantenimento", possono giocare e lucrare sulle differenze fra tasso di mercato interbancario e tasso di rifinanziamento. Questo è naturalmente importante per la gravitazione del tasso interbancario di mercato verso quello obiettivo: per esempio le banche tendono ad andare sotto l'obiettivo di riserva e a offrire riserve quando il tasso di mercato è superiore a quello obiettivo (che è anche il costo delle riserve presso la banca centrale), determinando in tal modo una discesa del primo verso il secondo. Questo è interessante, ma manca il punto centrale, o rimane assai implicito: in che senso l'economia esprime una domanda di riserve in media sul periodo al dato tasso obiettivo. Baglioni omette infatti l'analisi di come funziona il credito bancario e come si genera la domanda di riserve delle banche (a parte i giochetti di tesoreria poco fa evocati ma in fondo secondari). Per far questo, Baglioni avrebbe dovuto criticare la descrizione tradizionale della funzione delle banche quali intermediarie dei risparmi (depositi), la ben nota teoria dei fondi prestabili. Eppure tale teoria appare in notevole discredito, se non nei libri di testo *mainstream*, presso le banche centrali, inclusa la BCE (Bindseil, 2004), la Banca d'Inghilterra (McLeay et al., 2014a, 2014b), la Deutsche Bundesbank (2017), e la Banca dei Regolamenti Internazionali (Disyatat, 2008).¹⁶ Nell'esposizione della politica monetaria sarebbe infatti bene partire dalla creazione di moneta bancaria *ex nihilo* da parte delle banche commerciali. Le banche erogano nuovi crediti generando nuovi depositi (utile al riguardo legare questa proposizione all'idea keynesiana che siano gli investimenti a determinare il risparmio). La "*interest rate stance*" della banca centrale influenza, attraverso suoi effetti sui tassi a più lungo termine, la domanda di credito da parte del mercato. L'ammontare di crediti-depositi creato dalle banche genera una domanda di riserve loro necessarie per i pagamenti inter-bancari e, se v'è, per soddisfare l'obbligo di riserva obbligatorio.¹⁷ Dato il tasso di interesse obiettivo, la banca centrale è impegnata a soddisfare al centesimo la domanda di riserve altrimenti la scarsità o eccesso di riserve farebbero schizzare il tasso interbancario, rispettivamente, verso il soffitto o il pavimento del corridoio. L'offerta di riserve, pur commisurata alla domanda aggregata di riserve, potrebbe essere maldistribuita fra le banche per ragioni del tutto casuali legate ai flussi giornalieri di pagamenti interbancari. Sin tanto che v'è fiducia fra gli istituti di credito, è compito del mercato interbancario redistribuire le riserve fra le banche a un tasso monetario che graviterà verso quello sulle operazioni di rifinanziamento principale (il centro del corridoio).

Questa spiegazione lineare e ampiamente condivisa da molti economisti esperti di questioni monetarie sembra mancare in Baglioni, od essere incompleta.¹⁸

Va dato atto che, più oltre, Baglioni (2021, p. 103) correttamente scrive:

la BCE ha enfatizzato il *separation principle*, secondo il quale la *stance* di politica monetaria viene identificata e comunicata regolando il livello del tasso di interesse di *policy* (quello sulle operazioni di rifinanziamento principali), mentre la regolazione della liquidità svolge un ruolo puramente

¹⁶ Con grande onestà intellettuale Bindseil e König (2013) riconoscono agli economisti postkeynesiani e in particolare a Basil Moore il merito di aver anticipato questa spiegazione della politica monetaria. In Italia Augusto Graziani sin dagli anni Ottanta ha perorato le ragioni dell'endogenità della moneta.

¹⁷ Il sistema offre grande flessibilità nell'ottemperare all'obbligo di riserva come ben spiegato da Baglioni (2021, pp. 57-59), e in particolare le banche non necessitano immediatamente di riserve per poter concedere prestiti.

¹⁸ Lo schema di Baglioni con funzioni di domanda e offerta di riserve sembra soddisfare più l'esigenza standard di descrivere i fenomeni economici tramite curve di domanda e offerta che altro. Nel contesto di cui discutiamo, il prezzo delle riserve è esogeno, e le quantità domandata e offerta endogene, ribaltando la logica tradizionale delle funzioni di domanda e offerta, logica che è dunque ingannevole.

tecnico e ancillare rispetto alla fissazione del tasso di interesse: quella di assicurare condizioni di funzionamento distese nel mercato monetario e di assicurare al mercato tutta l'offerta di base monetaria necessaria affinché trovi il suo equilibrio al tasso desiderato.

Sempre più oltre Baglioni (ibid, p. 114) argomenta correttamente che, con l'assegnazione piena della liquidità (*full allotment*, o a "rubinetto" come si esprime) cominciata nel 2008 in luogo delle aste, "la creazione di base monetaria, e quindi di moneta, diventa esplicitamente del tutto endogena, essendo determinata dalla domanda di fondi espressa dal sistema bancario". In verità, aggiunge, già "nell'assetto standard potevamo dire che la base monetaria era endogena: pur essendo sotto il controllo della banca centrale, l'offerta di riserve era funzionale all'obiettivo del tasso di interesse, quindi di fatto era determinata dalla quantità di riserve domandata dal sistema bancario a quel livello di tasso" (ibidem). Tuttavia questi passi non compaiono nel capitolo sui principi generali di funzionamento della politica monetaria, dove comunque è omessa la creazione endogena di moneta bancaria e la *conseguente* domanda di riserve. Mi sembra un'omissione grave sebbene facilmente emendabile.¹⁹

Non aver adottato in maniera salda e completa lo schema della moneta endogena espone Baglioni a essere talvolta ambiguo, per esempio quando scrive che se "la base monetaria è endogena, lo è anche la moneta: quest'ultima è un multiplo della prima" (Baglioni, 2021, p. 66): uno strano moltiplicatore monetario (concetto in discredito come s'è già detto) dove l'ammontare di depositi generato dal sistema bancario dipende dall'offerta di riserve che è però endogena e non esogena come nel modello standard.²⁰ La verità è che è l'ammontare di riserve che dipende dall'ammontare di depositi creato dal sistema bancario, il quale dipende a sua volta dall'ammontare di credito che il sistema economico richiede al dato tasso di interesse obiettivo, e per questo le riserve sono endogene. In Baglioni l'endogenità delle riserve rimane inspiegata.

2.2. Net liquidity deficit

La determinazione delle componenti dell'offerta di riserve è svolta con precisione da Baglioni. Didatticamente sarebbe stato tuttavia preferibile farlo riferendosi alla *balance sheet* della banca centrale, uno strumento che si rivela poi prezioso per seguire tutte le vicende della politica monetaria (si veda al riguardo l'illuminante paper di Mercier, 2014).²¹ L'esposizione

¹⁹ Anche alla luce della teoria della moneta endogena non mi appare chiaro il ruolo degli intermediari non bancari nel funzionamento delle operazioni di politica monetaria della Fed americana (Baglioni, 2021, p. 176).

²⁰ Più oltre Baglioni scrive che "l'ampia liquidità resa disponibile dalla banca centrale al sistema bancario può essere impiegata da quest'ultimo per offrire un maggiore volume di prestiti alle imprese" (2021, p. 45). Anche questo passo adombra la screditata logica del moltiplicatore monetario che, purtroppo, non è esplicitamente criticato nel volume. Vi sono altri passaggi che possono essere fuorvianti per gli studenti e le studentesse come: "Il livello dei tassi di interesse è determinato nel mercato dall'incontro fra domanda e offerta di finanziamenti" (ibid., p. 102), laddove il tasso di interesse obiettivo è invece creatura della banca centrale. Ambiguo appare anche presentare l'annuncio (attivo) dei tassi di policy e la regolazione (passiva) dell'offerta di moneta come due "modi, complementari fra loro" di controllare i tassi (ibid., p. 103), quando sono un tutt'uno. Più avanti Baglioni (ibid., p. 106) scrive che in un sistema a corridoio con riserva obbligatoria la banca centrale mantiene una "relativa scarsità" di riserve. Questo è inesatto: la banca centrale deve soddisfare al centesimo la domanda di riserve che si esprime al tasso obiettivo; piuttosto l'esistenza della riserva obbligatoria serve, accrescendo la necessità di riserve bancarie, ad aumentare il potere di monopolio della banca centrale sull'offerta. La riserva obbligatoria rende inoltre più flessibile il sistema, rendendo meno necessario l'intervento continuo della banca centrale.

²¹ Una *balance sheet* dell'Eurosistema è invero esibita da Baglioni in calce al capitolo 4, tuttavia senza commenti, e non in forma sufficientemente compatta (si veda Mercier, 2014).

agli studenti e studentesse dovrebbe a mio avviso seguire le seguenti linee (Cesaratto, 2021a, cap. 2). In sostanza la *balance sheet* della banca centrale mostra dal lato dell'attivo le fonti della liquidità (il lato dell'offerta se volete), e nelle passività dove sta questa liquidità (il lato della domanda). Sebbene per definizione sia la banca centrale a emettere la propria liquidità (riserve e banconote, o *base money*), essa è passiva a fronte della liquidità che si genera autonomamente dal canale estero (fattore autonomo dal lato delle attività), e attiva con riguardo alla parte che essa genera con le operazioni di politica monetaria (che non sto qui a illustrare). La liquidità è poi assorbita in parte come banconote desiderate dal pubblico, e in parte come riserve giacenti nei conti di riserva del governo e delle banche commerciali. Banconote e riserve nel conto del governo sono fattori autonomi dal lato delle passività, mentre la banca centrale ha un controllo sulla domanda di riserve bancarie attraverso il coefficiente di riserva obbligatorio (che può essere anche zero). Data la liquidità complessiva richiesta dal sistema, e data quella generata autonomamente dal canale estero, la banca centrale deve soddisfare l'eventuale *disavanzo netto di liquidità* attraverso le operazioni di politica monetaria.

Nella tavola 1 lo studente o la studentessa potranno facilmente calcolare il *net liquidity deficit* come: $913 - 449 = 464$.

Tavola 1 – Stato patrimoniale della BCE prima della crisi finanziaria

Stato patrimoniale dell'Eurosistema (miliardi di euro, 29 giugno 2007)			
Attività		Passività	
Fattori autonomi dal lato delle attività	449	730	Fattori autonomi dal lato delle passività
<i>Oro e valute straniere</i>	318	633	<i>Banconote</i>
<i>Titoli domestici</i>	131	70	<i>Depositi del governo</i>
		27	<i>Altri fattori autonomi (netti)</i>
Operazioni di politica monetaria	464	183	Operazioni di politica monetaria
<i>MRO</i>	313	182	<i>Riserve*</i>
<i>LTRO</i>	150		
<i>Finanziamento marginale</i>	1	1	<i>Deposito marginale</i>
Totale	913	913	

MRO = *Main Refinancing Operations*, LTRO = *Long Term Refinancing Operations*.
Fonte: Mercier (2014).

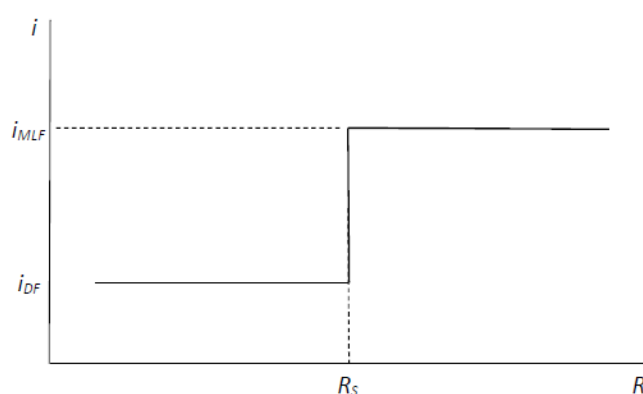
Molto utile è anche spiegare come la domanda di banconote e le giacenze nel conto del governo soffrano di stagionalità e come questo crei scompensi alla politica monetaria che la banca centrale correggerà tempestivamente (Cesaratto, 2021a, pp. 101-103).

2.3. La mancata critica alla descrizione ancora standard della politica monetaria e qualche (conseguente) scivolone

Oltre a non impiantare in maniera piena la politica monetaria sulla visione endogena della creazione di moneta, Baglioni non critica neppure la visione esogena della moneta diffusa in molti libri di testo di macroeconomia, in particolare la teoria dei fondi prestabili, il moltiplicatore monetario, e l'idea che la banca centrale manovri i tassi variando a piacimento l'offerta di moneta (critica che può ben essere condotta pur restando in un alveo wickselliano *a là* Borio). Una critica più esplicita avrebbe evitato a Baglioni di inciampare in passaggi come: la politica dei tassi di interesse negativi “dovrebbe spingere le banche a far circolare l'abbondante liquidità, messa a loro disposizione con le operazioni (di *quantitative easing*) e [rifiinanziamento a lungo termine], prestandola sul mercato interbancario e ai debitori finali” (2021, p. 82; si veda anche p. 87); o più oltre (ibid., p. 132) dove si menziona a proposito delle *Long Term Refinancing Operations* (LTRO) l'assenza di “un obbligo [...] per le banche, a prestare alle imprese i soldi ricevuti dalla banca centrale: esse provvedono solo degli incentivi in tal senso”.²² C'è qui un doppio errore, eredità della logica screditata del moltiplicatore monetario: a) le banche non prestano le riserve (Sheard, 2013), né b) per erogare prestiti hanno necessità di dotarsene in anticipo (Fiebiger e Lavoie, 2021).

Un punto poco chiaro di Baglioni (2021, p. 65) riguarda la figura 3.2 (qui figura 1) riguardante l'offerta di riserve, si presume, della banca centrale. In particolare tale offerta al tasso sul rifiinanziamento marginale (discount window) è in via di principio infinita (tratto orizzontale in alto). Meno chiaro è cosa accade al pavimento. Baglioni scrive che quando il tasso interbancario overnight è al pavimento, l'offerta di riserve tende a $-\infty$, ma le ragioni mi sfuggono.

Figura 1 – L'offerta di riserve bancarie (Baglioni)



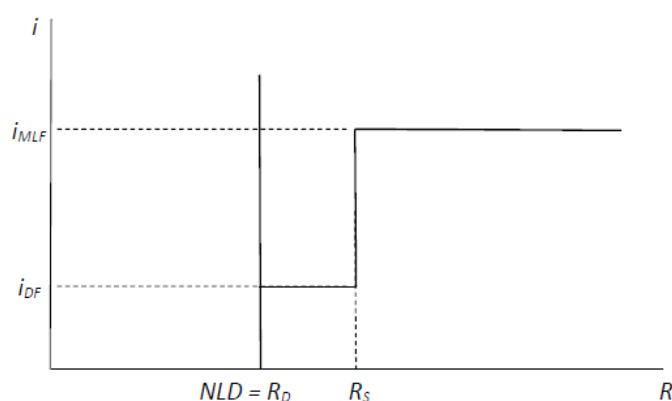
Fonte: Baglioni (2021, fig. 3.2).

La figura 2 riformula la questione in questi termini. Supponiamo che l'offerta di moneta sia superiore al *net liquidity deficit* (che costituisce la domanda di riserve). In un sistema a

²² Si veda anche sopra la nota 18.

corridoio tale eccesso (il tratto $R_D R_S$ in figura) è normalmente detenuto nel deposito marginale. Questo deposito “distrugge” parte della liquidità offerta (il tratto menzionato), per cui l’offerta di moneta torna uguale al *net liquidity deficit*. Ovviamente un sistema con eccesso di riserve diventa un *floor system*. Il tratto orizzontale in basso di Baglioni nella figura 1 non risulta ben giustificato.

Figura 2 – L’offerta di riserve bancarie (rivisitata)



Fonte: vedi figura 1.

Peraltro la figura 2 mostra come sia utile tracciare la domanda di riserve come una retta verticale coincidente col *net liquidity deficit* – come in effetti è l’ultimo giorno di mantenimento – che coincide normalmente (senza eccessi di riserve) col tratto verticale dell’offerta, relegando in una appendice i giochetti di tesoreria delle banche *durante* il periodo di mantenimento. Il punto centrale è che la banca centrale deve soddisfare al centesimo il disavanzo netto di liquidità, almeno in media sul periodo.

3. La politica monetaria in tempi di crisi

3.1. Assenza dell’analisi della crisi

Prima di avanzare qualche commento sulle politiche non convenzionali adottate dalla BCE dal 2007-2008, mi sembra di dover segnalare l’assenza di un’analisi, seppur sommaria, della crisi europea nella funzione di sottofondo a quelle politiche. Eppure su tale analisi v’è un consenso di massima – più precisamente una convergenza del *mainstream* con quanto già sostenuto dagli economisti “eterodossi”.²³ Questo è importante non solo per collocare le

²³ Si confronti per esempio la raccolta di Cesaratto e Pivetti (2012) con quella di Baldwin e Giavazzi (2015). Due rapporti della Commissione Europea (2009, 2010) coordinati da Marco Buti furono per me molto illuminanti.

politiche monetarie, egregiamente illustrate da Baglioni nel capitolo 4,²⁴ nel giusto contesto, ma per legare le cause ultime della crisi ad alcune caratteristiche dell'UME. Se infatti alcuni economisti pronosticarono l'insostenibilità di una mera unificazione monetaria fra paesi disomogenei senza accompagnarla da un'adeguata governance fiscale,²⁵ praticamente nessuno intuì che essa avrebbe fornito l'occasione di flussi di capitale *core*-periferia volti a finanziare i boom immobiliari e gli squilibri esteri della periferia. Eppure questo era quanto sistematicamente accaduto storicamente a quei paesi emergenti che dall'epoca del *gold standard* hanno adottato regimi di cambi fissi senza controllo dei movimenti di capitale (Frenkel, 2013; Bordo e James, 2013). Questo inquadramento andrebbe completato con una spiegazione del "mercantilismo monetario" tedesco (si veda l'importante storico economico tedesco Holtfrerich, 1999) e degli ostacoli storico-politici all'unione politica europea, preconditione indispensabile per un bilancio federale (Cesaratto, 2017). Riteniamo l'inquadramento della crisi dell'UME una premessa necessaria per spiegare le maldestre politiche europee di fronte alla crisi, in particolare perché la BCE fu lasciata sola.²⁶ Qualcosa di meglio e di più tempestivo l'Europa ha fatto di fronte alla crisi pandemica (Baglioni, 2021, pp. 153-158) e vedremo se lo farà in seguito alla vicenda ucraina, ma sarà ben complicato che questo faccia da premessa a un'unione monetaria più completa sul modello americano (Barba e De Vivo, 2013).

3.2. Le cosiddette politiche non-convenzionali

Per politiche non-convenzionali si intendono politiche adottate quando quelle che mirano al controllo del tasso di interesse a breve diventano inefficaci con l'approssimarsi del cosiddetto ZLB. In verità da un punto di vista postkeynesiano l'efficacia della *interest rate policy* verso gli investimenti privati è comunque considerata limitata (e non solo in tempo di depressione). L'efficacia della politica monetaria è piuttosto vista nel sostegno alla politica fiscale e del tasso di cambio, e al credito al consumo (comunque scoraggiato in tempi di depressione). Le politiche non-convenzionali sono spesso indeterminate con la *balance-sheet policy*, l'espansione del bilancio della banca centrale che, tuttavia non è un obiettivo in sé, ma uno strumento per sostenere il mercato dei titoli (in particolare di Stato) e il credito.²⁷ Altre

²⁴ Nell'esposizione mi sembra manchi tuttavia un accenno alla famosa passeggiata di Merkel e Sarkozy a Deauville che sancendo il *private sector involvement* nella ristrutturazione dei debiti pubblici scatenò, secondo molti, l'attacco ai titoli italiani e spagnoli.

²⁵ La palma va naturalmente a Richard Mundell che predisse un futuro deflazionistico a tale unione, ciò pensando alle politiche *export-led* della Germania che non avrebbe espanso la propria economia per compensare agli squilibri prodotti da tale unione, facendo così ricadere i costi dell'aggiustamento estero solo sui paesi in disavanzo. Niki Kaldor e Winnie Godley predissero l'insostenibilità di un'unione monetaria senza un bilancio federale (significativo) che agisse da riequilibratore. Si veda Cesaratto (2021c) per una breve rassegna.

²⁶ Apprezzabilmente Baglioni è critico del Meccanismo Europeo di Stabilità (2021, pp. 126-127) e dei limiti correnti al coordinamento fra politica fiscale e monetaria denunciando la conseguente possibilità di "equilibri cattivi" per le finanze pubbliche di alcuni paesi (ibid., pp. 162-165); Baglioni arriva a definire l'euro una moneta straniera (ibid., p. 163) e perora gli eurobond (ibid., p. 165); propone una egregia esposizione delle controversie giuridiche fra la Corte costituzionale tedesca e la Corte di giustizia europea (ibid., pp. 165-170). Manca forse di osservare che l'Alta corte tedesca è tenuta a tutelare un dettato costituzionale che vincola all'approvazione del Parlamento tedesco ogni misura europea che abbia ricadute fiscali. Se da un lato questa è una norma costituzionale comprensibile, dall'altro è un mattone che pesa sulla possibilità di costruire una *fiscal capacity* europea, a parte situazioni di emergenza.

²⁷ L'espansione del bilancio della banca centrale viene talvolta descritto da Baglioni (2021, p. 123 e passim) come un obiettivo in sé mentre esso è veicolo per un controllo più efficace dei tassi a lunga (come naturalmente Baglioni non manca anche di chiarire).

politiche non-convenzionali sono la *forward guidance* e il tassi di interesse negativi (già considerati criticamente nella sezione 1.3, dove abbiamo osservato che per chi non creda nel concetto di tasso naturale di interesse diventato negativo in seguito alla “*secular stagnation*”, la teoria dietro i tassi di interesse negativi appare insoddisfacente). Ci limitiamo ad alcuni commenti problematici su *quantitative easing* (QE) e operazioni LTRO.²⁸

3.2.1. Quantitative easing

Il QE è presentato da Baglioni come alternativo alla tradizionale politica anti-recessiva di controllo del tasso di interesse a breve una volta raggiunto lo ZLB. In verità il QE è anch'esso una politica dei tassi, anzi rafforzata in quanto volta a condizionare i tassi a lungo termine. Il QE viene definito politica “non-convenzionale”, sebbene il suo impiego non sia stato sconosciuto nel passato (Bordo, 2014), e si potrebbe forse affermare che, sino alla ventata monetarista, politiche monetarie di sostegno a quelle fiscali sarebbero state considerate la normalità, e non l'eccezione. Soprattutto nel contesto europeo, che il QE sia principalmente indirizzato al sostegno dei titoli pubblici è tenuto tuttavia un po' celato a favore di altri presunti canali di trasmissione della politica monetaria, così mi sembra faccia anche Baglioni (2021, pp. 85-89). Di questi canali, quello del tasso di interesse e del credito bancario debbono essere ridimensionati in quanto basati su effetti screditati dei tassi di interesse sugli investimenti industriali o sull'ammontare di prestiti erogati dalle banche alle imprese: investimenti e domanda di credito dipendono piuttosto dalle aspettative circa la domanda aggregata, necessariamente negative in una recessione. In tali circostanze anche la domanda di credito al consumo e per l'acquisto di (nuove) abitazioni, sebbene in generale più sensibile ai tassi di interesse, non lo sarà in una depressione. Per ragioni collegate si può dubitare dell'efficacia sugli investimenti delle imprese attraverso il “*portfolio rebalancing effect*”, e degli effetti ricchezza sui consumi. Mi sembra che così Baglioni trascuri i due obiettivi principali del QE (tenuti dalla BCE “nascosti” per evidenti ragioni politiche): il sostegno al debito sovrano in particolare di alcuni paesi, e il deprezzamento del cambio. Anche alla luce della revisione della strategia monetaria della BCE del luglio 2021, quello del coordinamento fra politica fiscale e monetaria sarebbe stato un elemento da sollevare in questo contesto, anche alla luce delle disastrose politiche economiche europee dello scorso decennio in cui la BCE è stata lasciata sola a fronteggiare la crisi (Rostagno et al., 2021), e che Baglioni (2021, pp. 95-96) non manca qui e lì di evocare.²⁹ Più oltre Baglioni (ibid., p. 119) evoca la problematica della trasmissione della politica monetaria non uniforme nelle diverse giurisdizioni dell'Eurosistema, ovvero che nonostante che “il tasso di *policy* fosse lo stesso per tutti i paesi membri, le condizioni di finanziamento per le banche, e a valle per le imprese e le famiglie, non erano le stesse.” Questa può aver infatti costituito una giustificazione per gli interventi della BCE nel mercato dei titoli pubblici i cui tassi a lungo termine influenzano le condizioni di credito per il settore privato.

²⁸ La *forward guidance* è correttamente descritta da Baglioni come uno strumento con cui la banca centrale assicura i mercati del suo impegno ad accrescere (o a diminuire) l'inflazione futura mantenendo o rafforzando la politica dei tassi adottata. Andrebbe forse sottolineato con maggior forza che essa è anche una modalità per flettere i tassi a più lungo termine i quali riflettono le aspettative circa i tassi a breve su cui agisce, appunto, la *forward guidance* (v. e.g. Rostagno et al., 2021, pp. 15, 269 e passim).

²⁹ Vedi sopra nota 26.

3.2.2. Longer Term Refinancing Operations

Le operazioni LTRO si sono svolte per generazioni successive e hanno rivestito scopi diversi ma che si sovrappongono che forse occorrerebbe meglio chiarire (anche in Cesaratto, 2021b). Ecco qualche spunto, ma credo che un lavoro ulteriore di chiarificazione basato anche sui dati sia necessario. Importante è chiarire agli studenti e studentesse che tali operazioni non vanno interpretate alla luce dello screditato moltiplicatore monetario.

- (i) Prima del 2008 le LTRO erano operazioni di rifinanziamento a tre mesi delle banche commerciali volte a fornire loro uno zoccolo di liquidità con scadenza più lunga delle operazioni di rifinanziamento principali (*Main Refinancing Operations*, MRO) di scadenza settimanale (Baglioni, 2021, p. 106). Nel 2008-2009 la BCE svolse la funzione di prestatrice di ultima istanza a fronte di una crisi di fiducia del mercato interbancario allungando, fra le altre misure, la scadenza delle LTRO fino a un anno con disponibilità illimitata. Come ben spiega Baglioni (ibid., pp. 72-73):

durante la crisi finanziaria del 2007-2008 [...] si verificarono fenomeni di *hoarding* (“accaparramento”) da parte di intermediari finanziari, che volevano accumulare riserve liquide a fronte della grave incertezza creatasi nei mercati finanziari della caduta degli scambi su diversi segmenti del mercato monetario. In quella circostanza, diverse banche centrali intervennero iniettando forti dosi di liquidità nel sistema finanziario, attraverso operazioni di prestito e di acquisto di titoli sul mercato.³⁰ Queste operazioni non avevano lo scopo di alterare la *stance* di politica monetaria, bensì quello di preservare il funzionamento dei mercati e di salvaguardare la stabilità degli intermediari, in ottemperanza al ruolo di prestatore di ultima istanza ricoperto dalle banche centrali.

- (ii) Successivamente, appena assunta la presidenza della BCE nel tardo 2011, Draghi offrì alle banche europee 1100 miliardi di V-LTRO a tre anni (V sta per “*Very*”), da un lato ampiamente impiegati dalle banche italiane e spagnole per acquistare titoli di Stato dei rispettivi paesi, consentendo ai governi di fronteggiare la fuga degli investitori esteri.³¹ Qualcuno lo ha definito una QE mascherato. Dall’altro lato le banche periferiche operarono una “*liability substitution*”, ovvero una sostituzione di finanziamenti da altre banche e investitori dei paesi “*core*” con passività verso la banca centrale (Rostagno et al., 2021, pp. 173-274).³² Invero Baglioni (2021, pp. 123-124) parla inizialmente dell’impiego nel 2012 dei fondi LTRO a tre anni da parte delle banche italiane e spagnole solo per la *liability substitution* e non per sostenere i titoli di Stato – tale connessione viene tuttavia fatta

³⁰ Baglioni si riferisce all’acquisto di obbligazioni bancarie deciso dalla BCE nel 2009.

³¹ Va fatto qui notare agli studenti e studentesse il dualismo fra le banche dei paesi periferici che ricorrono ai fondi LTRO e le banche dei paesi *core* che li ricevono (in seguito al rimpatrio dei fondi investiti nei paesi periferici) e li depositano nella *deposit facility*. Questo indusse secondo Febrero et al. (2015, p. 730; v. anche Rostagno et al., 2021, p. 209) un dualismo nel regime monetario, vale a dire un *floor system* nel segmento nordico del mercato interbancario dove v’è abbondanza di liquidità, e un sistema a corridoio nel segmento periferico dove la liquidità non è abbondante. Questa tras migrazione di riserve va collegata con l’incremento dei saldi Target2 nel 2011-2012 che Baglioni fa più avanti nel testo (2021, p. 152).

³² La “*liability substitution*” necessita forse di qualche ulteriore chiarimento agli studenti. Secondo la teoria della moneta endogena le banche concedono prestiti, per esempio per finanziare gli investimenti, creando depositi – questo Keynes definiva “*initial finance*”. Quando i depositi vengono utilizzati per effettuare pagamenti esse perdono riserve, e se i flussi dei pagamenti interbancari non sono simmetrici, le banche a corto di riserve se le devono procurare sul mercato interbancario dalle banche che ne hanno in eccesso, o emettendo obbligazioni (queste ultime utili per ridurre il *maturity mismatch* fra attività e passività bancarie). Si osservi che, nel frattempo, la spesa per investimenti crea reddito e un ammontare identico di risparmi che i soggetti vorranno mantenere in depositi od obbligazioni a seconda della loro preferenza per la liquidità – questo Keynes definiva “*final finance*” o “*funding*”. Se c’è sfiducia delle banche e dei risparmiatori ed è difficile attirare fondi, o addirittura i prestiti in essere non sono rinnovati, la banca dovrà sostituire il *funding* privato con quelli dalla banca centrale operando una *liability substitution*.

successivamente (ibid., p. 149). Queste vicende sono nel complesso legate, com'è noto, all'aumento dei saldi Target2 con le relative infinite discussioni che Baglioni introduce più oltre e su cui torneremo brevemente in fondo a questa sezione.³³ Il collegamento dell'operazione LTRO a tre anni con i saldi Target2 consente di spiegare come la liquidità della BCE abbia sostituito i debiti di Stati e banche dei paesi periferici verso investitori privati dei paesi *core* con debito "ufficiale" (i saldi negativi Target2).

- (iii) Infine, una terza generazione di T-LTRO dal 2014 è stata indirizzata a sostenere l'attività creditizia a tassi più contenuti (T sta per "*Targeted*"). Rostagno et al (2021, pp. 173-274) parlano anche in questo caso di *liability substitution* "per sostituire il più costoso finanziamento privato [*private funding*] con la liquidità di T-LTRO" (ibidem, p. 287) con lo scopo di indurre una diminuzione dei tassi creditizi. È probabile che soprattutto alla loro introduzione nel 2014 i fondi T-LTRO siano stati impiegati per restituire i fondi V-LTRO in scadenza. La restituzione di tali fondi attraverso l'emissione di obbligazioni sarebbe stata eccessivamente onerosa per le banche, in particolare periferiche, già caricate da ampie sofferenze bancarie.

Per ciò che riguarda la *liability substitution* mi domando se non si possa giungere a prefigurare un ruolo di intermediazione ("*sort of*") della BCE fra banche ricche di liquidità (in genere dei paesi "*core*") che rimane "oziosa" nei conti di riserva, e banche povere di liquidità e rifornite dalla BCE (localizzate in genere nei paesi "periferici").

3.3. La saga di Target2

Target2 ha costituito uno dei temi più appassionanti della crisi europea. Baglioni gli dedica alcune pagine (2021, pp. 149-153) così definendolo: quando riserve bancarie sono trasferite fra due paesi per un pagamento di un bene o per un mero trasferimento di fondi bancari (o acquisto di un titolo estero) "questo flusso viene registrato come un movimento in uscita" per un paese e "in entrata per l'altro" (ibid., p. 150). Sarebbe forse più corretto dire che, rispettivamente, aumentano le passività del primo paese e aumentano le attività del secondo paese nei confronti dell'Eurosistema. L'impiego di alcune *balance sheet* sarebbe qui d'aiuto per gli studenti e studentesse per descrivere il funzionamento di Target2 (nella tavola 2 è descritto un pagamento da un paese A ad un paese B dell'UME). Trovo infine utile, per una migliore comprensione della natura di debito delle passività Target2, una comparazione con le medesime transazioni in un sistema di pagamenti pre-euro in cui si usi una moneta internazionale terza, per esempio il dollaro (Cesaratto, 2013, 2021b; Perotti, 2020).

Non mi sembra infine di concordare con Baglioni quando sostiene che i saldi Target 2 rappresentano debiti/crediti fra i paesi dell'UME solo nel caso che essi originino da squilibri delle partite correnti, mentre se si tratta di una transazione nel conto finanziario, come l'acquisto di un titolo estero, la passività Target2 dovuta al pagamento sarebbe compensata nell'attivo dal titolo acquisito. Ai fini del calcolo della posizione patrimoniale netta sull'estero di un paese questo è giusto. Tuttavia nel caso dell'abbandono dell'UME di un paese membro che rinnegasse, cancellandole, le passività Target2, altri paesi dovrebbero cancellare delle loro attività Target2. Tali attività e passività contribuiscono alla posizione netta sull'estero del

³³ Baglioni (2021, p. 122) fa risalire alla prematura restituzione dei fondi LTRO a tre anni nel 2013 il *credit crunch* allora verificatosi. A restituire i fondi LTRO erano tuttavia le banche dei paesi *core* destinatari ultimi di questi fondi (banche e Stati periferici sostituivano con prestiti LTRO le passività verso i paesi *core* che venivano in tal modo liquidati). Più che di *credit crunch* le banche periferiche soffrivano della crescita delle sofferenze bancarie inseguito alle politiche fiscali pro-cicliche. Si veda Rostagno et al. (2021, pp. 271-280).

paese, cioè alla sua ricchezza netta, come specifica Baglioni (2021, p. 151).³⁴ Questo è vero sia che i saldi abbiano originato dalle partite correnti che dal conto finanziario (incluse le operazioni nell'ambito del QE condotte dalla banca centrale di un paese in un'altra giurisdizione).

Tavola 2 – Funzionamento di Target2

		BCE			
		+ 100 T2	+ 100 T2		
		(Banca	Banca	Banca centrale B	
		centrale A)	centrale B)		
Banca centrale A		- 100 R	+ 100 T2	Banca centrale B	
		+ 100 T2			
Banca commerciale A				Banca commerciale B	
- 100 R	- 100 D			+ 100 R	+ 100 D

Legenda: R riserve bancarie; D depositi bancari; tutto in €.

4. Conclusioni

Il libro di Baglioni è una lettura molto informativa e un buon sussidio didattico.³⁵ L'abbiamo tuttavia criticato sotto alcuni profili.

Il primo è il background macroeconomico *mainstream*. Da un lato esso andrebbe spiegato più in profondità, e dall'altro criticato nelle sue debolezze analitiche. Nell'eredità di Wicksell è il concetto di tasso naturale di interesse a legare l'equilibrio economico generale marginalista alla politica monetaria. Secondo una minoranza degli economisti – sulla base di risultanze teoriche incontrovertibili – questo concetto ha tuttavia debolezze analitiche che lo inficiano. Incidentalmente, ci si può legittimamente domandare come può un apparato analitico sbagliato puntellare le decisioni della banca centrale. Si può al riguardo ritenere che in parte tale apparato fa da giustificazione “dottrinarina” a certe scelte dolorose che la banca centrale può essere chiamata ad operare, come politiche restrittive in vista di aumenti dei salari nominali. Inoltre, nessun approccio può essere al 100% sbagliato pena essere visibilmente fuori dal mondo. Magari i suoi precetti di politica economica non funzionano precisamente nella maniera che esso suppone, bensì in un'altra – per esempio un rialzo dei tassi potrebbe non scoraggiare gli investimenti, ma deprimere il credito al consumo e rendere più costosi i disavanzi pubblici.

La seconda critica ha riguardato l'incompleto *endorsement* che Baglioni fa dell'endogenità della moneta, inclusa una critica esplicita di analisi tradizionali come la teoria dei fondi

³⁴ Per le regole europee i paesi rimanenti dovrebbero contribuire in solido, secondo la nota *capital key*, a ricapitalizzare la banca centrale del paese che vedesse in tal modo cancellate delle attività. Questo è però qui irrilevante in quanto le perdite sarebbero semplicemente redistribuite.

³⁵ Particolarmente ben scritta è la sezione 6.5 dedicata alle monete digitali emesse dalla banca centrale (*Central bank digital currencies*, CBDC) – con un'eccezione riguardante l'equazione (3) che non abbiamo ben capito. Apprezzabile è il collegamento della problematica delle CBDC con la disintermediazione del sistema bancario e la politica monetaria. Le conclusioni sono simili a Cesaratto e Febrero (2022).

prestabili, il moltiplicatore monetario, l'idea che la banca centrale controlli i tassi di interesse manovrando l'offerta di moneta a piacimento. Questo è importante per ripulire la mente di studentesse e studenti di concetti che sono in discredito presso numerosi banchieri centrali. Baglioni avrebbe così evitato anche alcuni passi indietro verso tali nozioni che abbiamo qui e lì riscontrato nel testo, e fornito una più completa illustrazione della politica monetaria.

Abbiamo infine suggerito che l'illustrazione delle politiche monetarie della BCE sarebbe uscita arricchita da un riferimento alle cause della crisi finanziaria europea.

Riteniamo che tali aspetti siano facilmente emendabili, se l'autore vorrà, in una futura riedizione del libro da cui abbiamo comunque appreso molto.

Riferimenti bibliografici

- G. Ackley, (1971), *Teoria Macroeconomica*, Torino: Einaudi; nuova ed. (1978), *Macroeconomics: Theory and Policy*, London: Macmillan.
- Baglioni A. (2021), *Le frontiere della politica monetaria – Dal Quantitative Easing ai tassi negativi*, Milano: Hoepli.
- Baldwin R. e Giavazzi F. (2015), "Towards a consensus on the causes of the EZ Crisis", *voxeu.org*, 7 settembre, disponibile a: <https://voxeu.org/article/towards-consensus-causes-ez-crisis>
- Barba A. e De Vivo G. (2013), "Flawed currency areas and viable currency areas external imbalances and public finance in the time of the euro", *Contributions to Political Economy*, 32 (1), pp. 73-96.
- Bindseil U. (2004), "The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine", *ECB Working Paper Series*, n. 372, giugno, Frankfurt a.M.: European Central Bank.
- Bindseil U. e König P.J. (2013), "Basil J. Moore's Horizontalists and Verticalists: an appraisal 25 years later", *Review of Keynesian Economics*, 1 (4), pp. 383-390.
- Blanchard O., Amighini A. e Giavazzi F. (2016), *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, Bologna: Il Mulino.
- Bordo M.D. (2014), "Exiting from Low Interest Rates to Normality: An Historical Perspective", *Hoover Institution Economics Working Paper*, n. 14110, Stanford (CA): Hoover Institution, Stanford University.
- Bordo M.D. e James H. (2013), "The European Crisis in the Context of the History of Previous Financial Crises", *NBER Working Paper*, n. 19112, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Borio C. e Disyatat P. (2015), "Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously", *BIS Working Papers*, n. 525, Basel: Bank for International Settlements.
- Cesaratto S. (2013), "The implications of TARGET2 in the European balance of payment crisis and beyond", *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 10 (3), pp. 359-382.
- Cesaratto S. (2017), "Alternative Interpretations of a Stateless Currency crisis", *Cambridge Journal of Economics*, 41 (4), pp. 977-998.
- Cesaratto S. (2019), *Sei lezioni di economia – Conoscenze necessarie per capire la crisi più lunga (e come uscirne)*, seconda edizione, Reggio Emilia: Diarkos; 1a ed. (2016) Reggio Emilia: Imprimatur; trad. inglese (2020) Cham: Springer; trad. spagnola (2021) Barcellona: El Viejo Topo.
- Cesaratto S. (2021a), *Sei lezioni di economia sulla moneta. La politica monetaria com'è e come viene raccontata*, Reggio Emilia: Diarkos.
- Cesaratto S. (2021b), "An ECB's Staff Narrative of Two Decades of European Central Banking: a critical review", WP-DEPS, n. 866, Siena: Università di Siena, Dipartimento di Economia Politica e Statistica.
- Cesaratto S. (2021c), "La moneta senza politica", in A. Somma e E. Mostacci (a cura di), *Dopo le crisi. Dialoghi sul futuro dell'Europa*, Roma: Rogas.
- Cesaratto S. e Di Bucchianico S. (2020) "Endogenous money and the theory of longperiod effective demand", *Bulletin of Political Economy*, 14 (1), pp. 1-38.
- Cesaratto S. e Febrero E. (2022), "Private and Central Bank Digital Currencies: a storm in a teacup? A Post-Keynesian appraisal", Departamento de Análisis Económico y Finanzas de la UCLM, Documentos de Trabajo, DT 2022/1, Albacete: Universidad de Castilla-La Mancha.
- Cesaratto S. e Pariboni R. (2022), "The relation between Keynesian monetary theory and demand-led growth: a Sraffian exploration", *Review of Keynesian Economics*, 10 (3), pp. 291-315.
- Cesaratto S. e Pivetti M. (a cura di) (2012), *Oltre l'austerità*, Roma: www.Micromega.net, disponibile a: http://download.kataweb.it/micromega/Oltre_l_austerita.pdf
- Cesaratto S. e Zezza G. (2019), "Farsi male da soli. Disciplina esterna, domanda aggregata e il declino economico italiano", *L'industria*, 2, pp. 279-318.
- Commissione Europea (2009), "Special Report: Competitiveness Developments within the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 8 (1), pp. 18-49.

- Commissione Europea (2010), "The Impact of the Global Crisis on Competitiveness and Current Accounts Divergences in the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 9 (1) special issue.
- Di Bucchianico S. (2021), "Negative Interest Rate Policy to Fight Secular Stagnation: Unfeasible, Ineffective, Irrelevant, or Inadequate?", *Review of Political Economy*, 33 (4), pp. 687-710.
- Deutsche Bundesbank (2017), "The role of banks, non-banks and the central bank in the money creation process", *Monthly Report*, aprile, pp. 13-33.
- Dvoskin A. (2016), "An unpleasant dilemma for contemporary general equilibrium theory", *The European Journal of the History of Economic Thought*, 23 (2), pp.198-225.
- Dvoskin A. e Petri F. (2017), "Again on the relevance of reverse capital deepening and reswitching", *Metroeconomica*, 68 (4), pp. 625-659.
- Disyatat P. (2008), "Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences", *BIS Working Papers*, n. 269, Basel: Bank for International Settlements.
- Febrero E., Uxo J. e Dejuan O. (2015), "The ECB during the financial crisis. Not so unconventional!", *Metroeconomica*, 66 (4), pp. 715-739.
- Fiebigler F.B. e Lavoie M. (2021), "Central bankers and the rationale for unconventional monetary policies: reasserting, renouncing or recasting monetarism?" *Cambridge Journal of Economics*, 45 (1), pp. 37-59.
- Frank R.H. (1998), *Microeconomia*, Milano: McGraw-Hill (2a edizione).
- Frenkel R. (2013), "What have the crises in emerging markets and the euro zone in common and what differentiates them?", *ITF Lecturas y Policy Briefs*, n. working paper no. 67, Buenos Aires: Iniciativa para la Transparencia Financiera, disponibile a: <http://www.itf.org.ar/pdf/lecturas/lectura67.pdf>; reprinted (2014) in Stiglitz J.E. e Heymann D. (a cura di), *Life After Debt: The Origins and Resolutions of Debt Crisis*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Garegnani P. (1979), "Note su consumi, investimenti e domanda effettiva", in Garegnani P., *Valore e domanda effettiva* (pp. 5-88), Torino: Einaudi; trad. ingl. (1983), "Notes on consumption, investment and effective demand", in Eatwell J. e Milgate M. (a cura di), *Keynes's Economics and the Theory of Value and Distribution* (pp. 21-69), London: Duckworth.
- Graziani A. (2001), *Teoria economica: Macroeconomia*, Napoli: ESI.
- Holtfrerich C.-L. (1999), "Monetary Policy under Fixed Exchange Rates (1948-70)", in Baltensperger E. (a cura di), *Fifty Years of the Deutsche Mark. Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Deutsche Bundesbank, Oxford University Press.
- Layard R., Nickell S. e Jackman R. (1994), *The Unemployment Crisis*, Oxford: Oxford University Press.
- Levero S. (2021), "Estimates of the Natural Rate of Interest and the Stance of Monetary Policies: A Critical Assessment", *International Journal of Political Economy*, 50 (1), pp. 5-27.
- McLeay M., Radia A. e Thomas R. (2014a), "Money in the modern economy: an introduction", *Bank of England Quarterly Bulletin Q1*, 54 (1) pp. 4-13; disponibile a: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-in-the-modern-economy-an-introduction.pdf>
- McLeay M., R. Amar, e T. Ryland (2014b), "Money creation in the modern economy", *Bank of England Quarterly Bulletin Q1*, 54 (1), pp. 14-27; disponibile a: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy.pdf>.
- Mercier P. (2014), "The Eurosystem, the banking sector and the money market", *Cahier d'études working papers*, n. 92/2014, Luxembourg: Banque Centrale du Luxembourg.
- Palumbo A. (2010), "La teoria del salario monetario di Phillips e la curva di Phillips", in Bonifati G. e Simonazzi A., *Il ritorno dell'economia politica. Saggi in ricordo di Fernando Vianello* (pp. 79-102), Roma: Donzelli Editore.
- Perotti R. (2020), "Understanding the German criticism of the target system and the role of central bank capital", CEPR Discussion Paper, n. DP15067, London: Centre for Economic Policy Research, disponibile a: <https://cepr.org/publications/dp15067>.
- Petri F. (2019), "Capital Theory 1873-2019 and the State of Macroeconomics", *History of Economics Review*, 74 (1), pp. 1-24.
- Rostagno M., Altavilla C., Carboni G., Lemke W., Motto R., Guilhem A.S. e Yiangou J. (2021), *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*, Oxford: Oxford University Press.
- Sharpe A.S. e Suarez G.A. (2013), "The insensitivity of investment to interest rates: Evidence from a survey of CFOs", *Finance and Economics Discussion Series*, n. 2014-2, Washington (DC): US Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Sheard P. (2013), "Repeat after me: banks cannot and do not 'lend out' reserves", *Standardandpoors.com/ratingsdirect*, 13 agosto, disponibile a: <https://issuu.com/positivemoney/docs/sp-banks-cannot-and-do-not-lend-out>
- Sraffa P. (1925), "Sulle relazioni fra costo e quantità prodotta", *Annali di economia*, 2, pp. 277-328.
- Stirati A. e Paternesi Meloni W. (2018), "A short story of the Phillips curve: from Phillips to Friedman... and back?", *Review of Keynesian Economics*, 6 (4), pp. 493-516.
- Varian H.R. (2011), *Microeconomia*, Venezia: Cafoscarina.