

# Dalla ricerca di regole per il controllo della quantità di moneta al *Quantitative Easing*

## Note in margine al dibattito sulle strategie di politica monetaria

Stefano Figuera •

**Abstract:** Il dibattito sulla politica monetaria che ha avuto luogo in seno al *mainstream* teorico ha ricevuto negli ultimi decenni un significativo impulso, snodandosi lungo un percorso che, movendo dal *monetary targeting*, è approdato al *flexible inflation targeting*. Più di recente, in occasione della crisi economico-finanziaria esplosa nel 2007, è stata l'adozione di politiche monetarie espansive (denominate *Quantitative Easing* o *Credit Easing*) a innescare un vivace confronto.

Dalla riflessione su tale dibattito emerge come il modello di un'economia di scambio monetizzata, già sotteso ad ampia parte dell'analisi monetaria di scuola neoclassica, continui ad essere il punto di riferimento delle attuali strategie di politica monetaria. Tale circostanza se per un verso dà conto delle specificità e dei limiti che caratterizzano questi approcci, induce d'altro canto a vagliare il problema della scelta della politica monetaria in una prospettiva diversa, che tenga conto del carattere di economia monetaria di produzione del sistema capitalistico. In tale ottica si rivela particolarmente feconda un'analisi che muova dal riconoscimento della natura creditizia della moneta come quella prospettata dalla teoria monetaria della produzione.

**JEL Classification:** G01, G18, G21, G23.

**Keywords:** Offerta di moneta, regole di politica monetaria, quantitative easing, teoria monetaria della produzione.

### 1. Introduzione

Il dibattito sulle strategie di politica monetaria ha ricevuto in questi anni importanti stimoli sia dal processo di rivisitazione di alcuni profili teorici, avviato da esponenti del *mainstream*, che da rilevanti mutamenti che hanno interessato l'economia capitalistica, specie nella sfera monetaria.

In queste pagine ci proponiamo di offrire elementi di riflessione su tale confronto, traendo le mosse dal percorso che dal *monetary targeting* ha condotto al *flexible inflation targeting*. Vedremo come l'individuazione del tasso d'interesse come strumento di politica monetaria, nel più ampio contesto dell'adesione al *New Consensus Model*, non rappresenti un mutamento di paradigma (par. 2). Il recente ricorso a politiche monetarie espansive in funzione anticiclica (*Quantitative Easing* o *Credit Easing*) ha rappresentato poi un passaggio nell'evoluzione delle strategie di politica monetaria ricco di interessanti implicazioni (par. 3).

Le indicazioni che emergono da tale quadro, sul piano della teoria economica come su quello della politica monetaria, consentono di mettere a fuoco le specificità e i limiti della teoria dominante, inducendo a volgere lo sguardo verso modelli teorici alternativi. In tale ottica si rivela preziosa un'analisi, come quella della teoria monetaria della produzione, fondata sulla consapevolezza del carattere di economia monetaria di produzione dell'economia capitalistica (par. 4).

### 2. Dal *monetary targeting* al *flexible inflation targeting*

Il problema del controllo dell'emissione monetaria è stato diversamente letto in dipendenza delle capacità di aggiustamento del sistema economico a fronte di shock e del ruolo attribuito alla politica monetaria. Si è passati da una visione che attribuiva alla politica monetaria il solo compito di stru-

---

• Università degli Studi di Catania, Dipartimento Seminario giuridico. E-mail: sfiguera@lex.unict.it.

mento di controllo della dinamica dei prezzi, a una in cui le viene riconosciuta, seppur nel breve periodo, una funzione nel raggiungimento della piena occupazione.

Un momento fondamentale in tale dibattito è rappresentato dal contributo di Friedman (1968). La regola di politica monetaria da lui proposta si colloca nel modello neoclassico, caratterizzato da dicotomia tra settore monetario e settore reale e da neutralità della moneta. Egli affrontò il problema del controllo della quantità di moneta in funzione antinflazionistica, ponendosi nel solco della teoria quantitativa. Dato che il tasso di crescita del reddito tende ad essere costante nel tempo anche la quantità di moneta deve crescere a un ritmo costante, se si vuole assicurare la stabilità dei prezzi <sup>1</sup>. L'assunta ipotesi di esogenità dell'offerta di moneta assicura, in presenza di perfetta flessibilità dei prezzi, il ritorno alla piena occupazione nel caso di caduta della domanda globale.

Un esito della teoria monetarista nell'ambito delle strategie di politica monetaria è rappresentato dal *monetary targeting*, adottato da diversi Paesi nella seconda metà del secolo scorso. Esso appariva semplice nella sua articolazione: gli operatori avrebbero fatto affidamento sulle informazioni che l'andamento degli aggregati monetari forniva circa le scelte di politica monetaria. Le autorità monetarie, per parte loro, avrebbero dovuto annunciare gli obiettivi in termini di variazioni degli aggregati monetari, facendosi carico di intervenire qualora il tasso di crescita della quantità di moneta si fosse allontanato da quello prefissato.

Se il *monetary targeting* è stato per anni il punto di riferimento delle banche centrali, esso ha però finito per manifestare ben presto i suoi limiti, presto colti dai responsabili della politica monetaria. Osservava a tal proposito Greenspan (1993, 22):

“The historical relationships between money and income, and between money and the price level have largely broken down, depriving the aggregates of much of their usefulness as guides to policy. At least for the time being, M2 has been downgraded as a reliable indicator of financial conditions in the economy, and no single variable has yet been identified to take its place. In these circumstances, it is especially prudent to focus on longer-term policy guides. One important guidepost is real interest rates, which have a key bearing on longer-run spending decisions and inflation prospects”.

Anche il governatore della Bank of England, King (1997, 84), ha spiegato l'abbandono del *monetary targeting* alla luce delle difficoltà riscontrate nel controllo della quantità di moneta.

La ragione del fallimento del *monetary targeting* e del passaggio all'*inflation targeting*, ha osservato Mishkin (2001), è duplice. Esso può essere ricondotto da un canto alla circostanza che i responsabili della politica monetaria non hanno correttamente svolto la loro funzione e dall'altro alla crescente instabilità della relazione esistente tra aggregati monetari e variabili obiettivo.

L'affermazione dell'*inflation targeting* è avvenuta in un contesto economico caratterizzato da significativi elementi di novità. Il processo di deregolamentazione già avviato dall'amministrazione di G. Bush fu infatti, negli anni successivi, portato avanti da Clinton, favorendo l'ingresso nei mercati finanziari di una molteplicità di soggetti e strumenti che sfuggivano ai controlli tradizionali. Ne è derivata una crescente difficoltà per le banche centrali nel controllo della quantità di moneta, accentuata dall'evoluzione tecnologica.

L'*inflation targeting* è stato proposto come uno strumento, piuttosto che come una regola di politica monetaria, fondato sull'annuncio di un obiettivo di inflazione da parte della banca centrale <sup>2</sup>.

“If inflation targeting is not a rule in the way this term is usually understood, then what is it, and what good is it? We believe that it is most fruitful to think of inflation targeting not as a rule, but as a framework for monetary policy within which "constrained discretion" can be exercised. This framework has the potential to serve two important functions: improving communication between policymakers and the public, and providing increased discipline and accountability for monetary policy” (Bernanke, Mishkin 1997, 106).

---

<sup>1</sup> Cfr. Friedman 1968, 17.

<sup>2</sup> Cfr. Bernanke, Laubach, Mishkin, Posen 2001, 4.

Il successivo passaggio nelle strategie di politica monetaria teorizzate dal *mainstream* ha significato un ulteriore significativo aggiustamento di rotta. Il *flexible inflation targeting* ha rappresentato infatti un'integrazione della strategia precedente. A un approccio volto esclusivamente alla difesa della stabilità monetaria ("inflation nutter" per usare l'espressione di King (1997) ne subentrava uno che (anche se non classificabile come "employment nutter" (ibidem)) sanciva la necessità di andare oltre una politica monetaria avente soltanto un obiettivo antinflazionistico <sup>3</sup>.

È in questo ripensamento delle strategie di politica monetaria che trova collocazione il contributo di Taylor, senza dubbio paradigmatico del modo con il quale il *mainstream* teorico ha reagito alle sollecitazioni che venivano dal sistema economico. Al fine di comprendere l'evoluzione delle strategie di politica monetaria è interessante analizzare il percorso teorico di questo studioso (cfr. Asso, Kahn, Leeson 2007a, 2007b, 2010). La sua riflessione si è infatti sviluppata parallelamente a quella di Friedman, evidenziando significativi passaggi in comune (cfr. Nelson 2008).

L'avvento della Regola di Taylor è stato considerato come un importante passaggio nel dibattito teorico, dato che essa ha rappresentato una sintesi tra le posizioni di coloro che si facevano fautori di un intervento volto a raggiungere determinati livelli di reddito e quelle di quanti ritenevano invece che l'intervento delle autorità monetarie dovesse avere per obiettivo il controllo dell'inflazione <sup>4</sup>.

"The Taylor Rule synthesized (and provided a compromise between) competing schools of thought in a language devoid of rhetorical passion. The Great Depression created a constituency which tended to emphasize the importance of minimizing  $y$  (and hence tended to increase the weight attached to  $y$ ). Inflation was accommodated, as a necessary cost of keeping debt servicing low (pre-1951), tolerated, or 'controlled away'. The Great Inflation and the costs associated with the Great Disinflation created a constituency that sought to minimize  $p$  (and hence tended to increase the weight attached to  $p$ ) (...) The Taylor Rule equation with its equal weights has the advantage of offering a compromise solution between  $y$ -hawks and  $p$ -hawks" (Asso, Kahn, Leeson 2007a, 4).

Ma dell'affermazione della Regola di Taylor vanno posto in rilievo anche altri profili. Essa rappresenta infatti un "passaggio" fondamentale di quel *New Consensus Model* che ha preso il posto dei modelli macroeconomici neoclassici nell'ispirare la politica economica (cfr. Meyer 2001, McCallum 2001). Se, come già ribadito dallo stesso Taylor (1999), l'approccio alla politica monetaria da lui prospettato non vuole rappresentare una vera rottura con la tradizione monetarista, anche il *New Consensus Model* si pone con questa in una prospettiva di sostanziale continuità <sup>5</sup>. Meyer (2001) ha parlato di un "consensus macro model" come risposta alle insufficienze dell'approccio monetarista, del quale non vanno comunque disconosciuti i meriti.

Tale modello appare come il risultato del processo attraverso il quale parte del *mainstream* teorico ha "assimilato" implicazioni ineludibili che scaturiscono dal carattere monetario dell'economia capitalista, già evidenziate dall'analisi keynesiana della moneta o da suoi sviluppi successivi.

A sessant'anni dalla rilettura di Hicks (1937) della teoria keynesiana, un'operazione non dissimile è stata avviata da alcuni studiosi riconducibili al filone teorico neoclassico. La Nuova Sintesi Neoclassica (NNS), come la prima, coniuga elementi keynesiani ed elementi dell'analisi neoclassica. Il modello teorico di riferimento è, ora come allora, quello dell'equilibrio economico generale. All'analisi di Keynes è ascritto soltanto il merito di aver individuato la causa delle fluttuazioni ma-

---

<sup>3</sup> "Under what we can call strict inflation targeting, with low and stable inflation being the only goal for monetary policy (a zero weight on output stabilization), this implies that the central bank should adjust its instrument such that the conditional inflation forecast for the control lag equals the inflation target. Under what we may call flexible inflation targeting (with a positive weight on output stabilization), the conditional inflation forecast should instead be adjusted gradually towards the inflation target" (Svensson 1999, 338).

<sup>4</sup> "The timing of the Taylor rule was impeccable: it became a central component of central bank thinking just as various institutional and procedural transformations were creating a new policy making environment and culture" (Asso, Kahn, Leeson 2007a, 2).

<sup>5</sup> Cfr. Meyer 2001, 4. Sul *New Consensus Model*, cfr. Fontana, Palacio-Vera 2005.

croeconomiche nelle frizioni che interessano prezzi e salari <sup>6</sup>. Mentre nel caso della sintesi tra pensiero keynesiano e pensiero classico avviata da Hicks la spiegazione delle frizioni non era teoricamente fondata, ora tale lacuna sarebbe finalmente colmata grazie a differenti apporti teorici. La NNS affonda le proprie radici da un canto nella teoria del Ciclo Economico Reale (RBC) e dall'altro nella Nuova Economia Keynesiana della quale recepisce l'ipotesi di concorrenza imperfetta e dei costi di aggiustamento dei prezzi <sup>7</sup>.

Le rigidità dei prezzi giustificano politiche dal lato della domanda aggregata e attribuiscono un ruolo di rilievo alla politica economica nel breve periodo. La politica monetaria si rivela lo strumento ideale per far fronte alle fluttuazioni della domanda <sup>8</sup>.

In tale ottica si colloca il riconoscimento del carattere endogeno dell'offerta di moneta; la banca centrale svolge una funzione decisiva al fine di stabilizzare l'economia, attraverso la politica del tasso di interesse, adeguando passivamente alla domanda la quantità di moneta offerta <sup>9</sup>.

In quest'opera di ricostruzione teorica un ruolo di rilievo è attribuito alla teoria wickselliana. In essa, molti esponenti della NNS hanno individuato il fondamento di un approccio non quantitavista per il controllo dei prezzi. Di recente è stato Woodford (2003) a ribadire l'importanza della riflessione wickselliana nell'ambito della NNS. Il suo contributo si fonda sulla centralità del tasso naturale di interesse come elemento di riferimento per la determinazione della politica monetaria.

È legittimo a questo punto interrogarsi su ciò che resta dell'originario messaggio keynesiano in questi sviluppi teorici. La sensazione è che si continui ad operare in una duplice prospettiva. Da un canto la riflessione teorica dominante viene arricchita grazie all'incorporazione di elementi dell'analisi monetaria keynesiana e wickselliana essenziali per la comprensione del funzionamento del sistema capitalistico. Dall'altro la novità e il carattere eterodosso della teoria keynesiana (come di quella wickselliana) vengono ignorati nelle loro implicazioni più rilevanti. Manca, e si tratta di un profilo non secondario, un'adeguata analisi delle conseguenze che scaturiscono, all'interno del modello neoclassico, dal riconoscimento del carattere endogeno dell'offerta di moneta.

Non è sfuggita l'*impasse* in cui il *mainstream* teorico viene a trovarsi allorché decida di recepire un approccio "neowickselliano" alla politica monetaria. Il problema centrale è – come sottolineato da diversi studiosi post-keynesiani - quello della determinazione del tasso di interesse naturale.

"The Holy Grail of a "neutral" rate of interest – ha scritto Davidson (2006, 691) - that will achieve the target rate of inflation while maintaining employment at or close to full employment remains an unknown value".

Arestis e Sawyer (2008) hanno rilevato come il *New Consensus Model* ipotizzi la unicità del tasso di interesse di equilibrio, il cui livello non subirebbe l'influsso delle politiche fiscali, dei tassi di cambio e degli "animal spirits"; circostanza questa che però non viene dimostrata <sup>10</sup>.

"The natural real rate of interest - hanno osservato Arestis e Chortareas (2007, 641) is an unobservable variable and one of the main features of the attempts to estimate it is that the resulting values are not precise enough. Uncertainty surrounding the natural rate estimates becomes important, especially when the natural real interest rate gap is directly considered for policy purposes—that is, when the concept of the interest rate gap is used as an inflation indicator and for assessing the monetary policy stance".

---

<sup>6</sup> "The stickiness of prices and/or wages implies that shortrun output determination can be understood in a manner reminiscent of Keynesian theory" (Woodford 2003, 9).

<sup>7</sup> "The power of the new synthesis lies in the complementarity of its New Keynesian and RBC components, which are compatible because of their shared reliance on microeconomics" (Goodfriend, King 1997, 256).

<sup>8</sup> "We call the new style of macroeconomics research the New Neoclassical Synthesis because it inherits the spirit of the old synthesis [...]. NNS models offer policy advice based on the idea that price stickiness implies that aggregate demand is a key determinant of real economic activity in the short run. NNS models imply that monetary policy exerts a powerful influence on real activity" (ibidem, 255)

<sup>9</sup> Il punto di riferimento teorico è il contributo di Poole (1970) sulla scelta ottima di politica monetaria.

<sup>10</sup> Cfr. Arestis e Sawyer 2008, 769.

Sembrerebbe così riproporsi, tra i sostenitori e i critici del *New Consensus Model*, un confronto simile a quello che vide opposti nei primi decenni del secolo scorso Sraffa e Hayek a proposito della determinazione del tasso di interesse di equilibrio (cfr. Desai 1982). Come allora, il limite della visione neoclassica è rappresentato dal modello di riferimento: quello di un'economia di scambio monetizzata. Nel modello di Woodford (2003) il ruolo della moneta è non dissimile da quello ipotizzato da altri economisti di scuola neoclassica. Anche per Woodford, il problema dell'integrazione della moneta persiste: nel suo modello continua per essa a non esservi posto (cfr. Hahn 1983)<sup>11</sup>.

Il passaggio da una politica monetaria fondata sul controllo della quantità di moneta a una basata sulla gestione del tasso d'interesse non è riconducibile a un mutamento nella visione del funzionamento dell'economia capitalistica da parte del *mainstream* teorico. L'endogenità dell'offerta di moneta è accettata sul piano della strategia economica ma ignorata su quello dell'analisi teorica<sup>12</sup>.

Di particolare interesse le conclusioni alle quali sono giunti Arestis e Mihailov (2009), che hanno evidenziato come la teoria economica si sia mossa all'insegna di quello che può essere definito come un "pragmatismo economico"<sup>13</sup>. Di fronte al dilemma "rules vs discretion" la risposta data dalla NNS come dai Neowickselliani è stata quella del *flexible inflation targeting*<sup>14</sup>.

La circostanza che il punto di arrivo del dibattito sulle regole di politica monetaria sia la formula "flexible rules cum constrained discretion" induce a riflettere ancora una volta sul ruolo della moneta e delle banche in un'economia capitalistica. Appaiono evidenti le difficoltà nel dar conto del funzionamento di una moderna economia monetaria alla luce del modello neoclassico.

Anche le risposte date dalla teoria dominante ai problemi sollevati dalla recente crisi economico-finanziaria risentono di quest'impostazione. Va, al riguardo, notato che tale evento ha influito sul modo di porsi da parte di molti studiosi rispetto alla politica monetaria. Lavoie (2010) ha rilevato significative difficoltà nel leggere, all'interno degli schemi teorici neoclassici, differenti aspetti dell'attuale crisi. Di grande interesse è senza dubbio la riflessione avviata da alcuni studiosi sulla natura dell'offerta di moneta e sul ruolo giocato dal moltiplicatore dei depositi bancari. Emblematiche le considerazioni di Williams (2011) in ordine ai mutamenti che hanno interessato gli strumenti della politica monetaria. Egli ha segnalato come meccanismi prima generalmente accettati, al fine spiegare il funzionamento di un'economia monetaria, debbano ora essere considerati inidonei<sup>15</sup>.

### 3. La politica monetaria di fronte alla crisi tra *Quantitative Easing* ed *Exit Strategy*

La crisi economico-finanziaria esplosa nel 2007 ha stimolato ulteriori riflessioni sul tema delle strategie di politica monetaria. La posizione prevalente, specie tra gli autori di scuola neoclassica, è stata quella di ribadire la validità dell'impianto teorico sotteso alle politiche sin qui adottate, salvo a invocare un più efficiente sistema di controlli.

Il *mainstream* teorico sembra oscillare tra *flexible inflation targeting* e *monetary targeting*. La validità del *flexible inflation targeting* è stata ribadita, pur nella consapevolezza della necessità di

<sup>11</sup> Cfr. Woodford 2000, 2003.

<sup>12</sup> Su tali profili, cfr. Fontana, Palacio-Vera 2002.

<sup>13</sup> "Economic pragmatism, then, was called upon to help in policy circles under the pressing needs of real-world problems, mostly related to reorganising the functioning and the management of the economy in a more efficient way. That is how the pragmatic approach to inflation targeting emerged, somewhat spontaneously, in the early 1990s, to be justified theoretically only with a certain lag, essentially in the context of the New Keynesian policy model or, perhaps better, the Neo-Wicksellian treatise of Woodford (2003)" (Arestis, Mihailov 2009, 35).

<sup>14</sup> "The IFT policy framework could be seen as an institutional solution to the 'rules versus discretion' debate, essentially converging to a middle ground of formulating and implementing 'flexible rules cum constrained discretion' under instrument independence with goal dependence" (ibidem, 36).

<sup>15</sup> "Why has the money multiplier broken down? Well, one reason is that banks would rather hold reserves safely at the Fed instead of lending them out in the still struggling and risky economy. But, once the economy improves sufficiently, won't banks start lending more actively in order to earn greater profits on their funds? And won't that get the money multiplier going again? And can't the resulting huge increase in the money supply overheat the economy, leading to higher inflation? The answer is no, and the reason for this is a profound, but largely unappreciated change in the inner workings of monetary policy" (Williams 2011, 3). Su tale profilo, cfr. Lavoie 2010.

ripensare alcuni profili (cfr. Mishkin 2011, 32). Sono in ogni caso giudicati validi i principi posti a base della politica monetaria negli anni anteriori alla crisi <sup>16</sup>.

**“None of the lessons from the financial crisis - Mishkin (2011, 31; enfasi nel testo) perentoriamente conclude - in any way undermines or invalidates the nine basic principles of the science of monetary policy developed before the crisis”**

Anche Svensson (2009) ha confermato la validità del *flexible inflation targeting*, sottolineando la necessità di mettere meglio a fuoco il ruolo dei fattori finanziari nei meccanismi di trasmissione.

Altri hanno evidenziato la necessità di una parziale revisione dei criteri di determinazione del tasso di interesse. Curdia e Woodford (2009) hanno ipotizzato un'applicazione non rigida della Regola di Taylor, prospettando il passaggio dall'*inflation targeting* al *flexible inflation targeting*.

Se da un canto Taylor (2008) ha suggerito di modificare il valore dei parametri originariamente contenuti nella regola da lui proposta (Taylor 1993), al fine di consentire una risposta più efficace di fronte alla crisi, dall'altro ha ribadito (Taylor 2009) la necessità di limitare gli interventi della banca centrale a sostegno dell'economia in situazioni di crisi, invocando il ritorno a un più stringente controllo dell'aggregato monetario. Allorché il tasso di interesse è particolarmente basso la banca centrale non può continuare a immettere liquidità; deve tenere sotto controllo la quantità di moneta, con un ritorno al *monetary targeting*.

L'attuale crisi economico-finanziaria ha d'altra parte posto i banchieri centrali di fronte a una situazione inusuale inducendoli ad adottare strategie non in linea con quanto teorizzato dal *mainstream*. Si è assistito all'affermarsi di una “nonconventional monetary policy” che ha comportato una massiccia immissione di liquidità nel sistema, suscitando vivaci polemiche <sup>17</sup>.

Un intervento simile si era già avuto in Giappone all'inizio del secolo; fu in quell'occasione che si parlò di “quantitative easing” (Q.E.) <sup>18</sup>. La logica sottesa a tale tipo di interventi era semplice: gli acquisti di attività finanziarie da parte della banca centrale avrebbero determinato un aumento delle riserve in eccesso del sistema bancario, che sarebbe stato così indotto ad accrescere il credito erogato, creando le premesse per un aumento dell'occupazione.

Un sostenitore di tale politica monetaria è stato Bernanke (2009, 4) che ha parlato della strategia della Fed in termini di *Credit Easing* (C.E.), sottolineandone la diversità rispetto al Q.E..

“The Federal Reserve's approach to supporting credit markets is conceptually distinct from quantitative easing (QE), the policy approach used by the Bank of Japan from 2001 to 2006. Our approach - which could be described as “credit easing” - resembles quantitative easing in one respect: It involves an expansion of the central bank's balance sheet. However, in a pure QE regime, the focus of policy is the quantity of bank reserves, which are liabilities of the central bank; the composition of loans and securities on the asset side of the central bank's balance sheet is incidental. Indeed, although the Bank of Japan's policy approach during the QE period was quite multifaceted, the overall stance of its policy was gauged primarily in terms of its target for bank reserves. In contrast, the Federal Reserve's credit easing approach focuses on the mix of loans and securities that it holds and on how this composition of assets affects credit conditions for households and

---

<sup>16</sup> “(1) inflation is always and everywhere a monetary phenomenon; 2) price stability has important benefits; 3) there is no long-run tradeoff between unemployment and inflation; 4) expectations play a crucial role in the determination of inflation and in the transmission of monetary policy to the macroeconomy; 5) real interest rates need to rise with higher inflation, i.e., the Taylor Principle; 6) monetary policy is subject to the time-inconsistency problem; 7) central bank independence helps improve the efficiency of monetary policy; 8) commitment to a strong nominal anchor is central to producing good monetary policy outcomes; and 9) financial frictions play an important role in business cycles” (Mishkin 2011, 2-3).

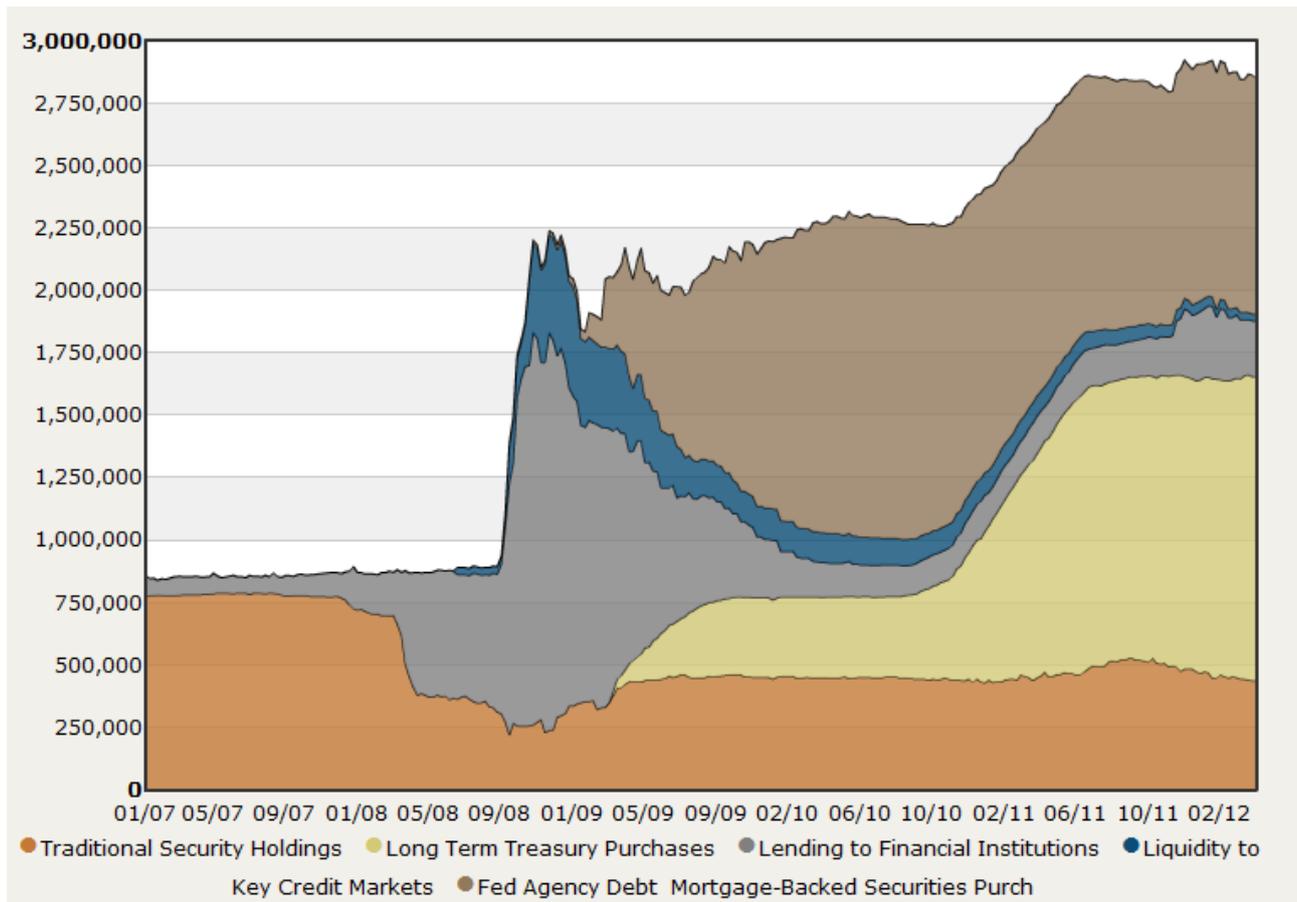
<sup>17</sup> “Nonconventional monetary policy took four forms: 1) liquidity provision in which central banks expanded lending to both banks and other financial institutions, 2) asset purchases of both government securities and private assets to lower borrowing costs for households, 3) quantitative easing, in which central banks greatly expanded their balance sheets, and 4) management of expectations in which central banks committed to keep their policy rate at very low levels for a long period of time” (ibidem, 24).

<sup>18</sup> Swanson (2011) ha evidenziato analogie tra il Q.E. e la “Twist Operation” cui diede vita l'amministrazione Kennedy.

businesses. This difference does not reflect any doctrinal disagreement with the Japanese approach, but rather the differences in financial and economic conditions between the two episodes”

Il passaggio a una strategia di C.E. ha determinato una radicale modifica della tipologia e dell'entità degli interventi posti in essere dalla Fed negli ultimi anni (cfr. Figura 1).

**Figura 1**  
**Credit Easing Policy Tools**  
(dati in milioni di dollari)



**Fonte: Federal Reserve Bank of Cleveland**  
([http://www.clevelandfed.org/research/data/credit\\_easing/index.cfm](http://www.clevelandfed.org/research/data/credit_easing/index.cfm) (4-5-2012))

Il Q.E. è stato oggetto di riserve da parte di molti studiosi che hanno sottolineato come esso rappresenti una fonte di instabilità <sup>19</sup>.

Taylor (2012) ha proposto una lettura del dibattito degli ultimi trent'anni, distinguendo tra una *Rule-Based Era* e una *Ad Hoc Era*. La prima copre un periodo che va dal 1985 al 2003 ed è caratterizzata dall'affermazione, sul piano teorico come su quello della politica economica, di regole (da quella di Friedman (1982) alla Regola di Taylor) da porre a base della politica monetaria. In tale lasso di tempo le autorità si sono comportate coerentemente alle regole prefissate, ponendo il sistema economico al riparo da rischi sistemici. Dal 2003, con l'avvento della *Ad Hoc Era*, si è registrato un ingiustificato abbassamento dei tassi di interesse causa prima del boom e della crisi del 2007.

Egli (Taylor 2009) non ha esitato a definire “mondustral policy” la politica monetaria di sostegno all'economia posta in essere negli ultimi anni dalla Fed, ribadendo la necessità di un ritorno a

<sup>19</sup> Significativa la lettera aperta a Bernanke pubblicata sul Wall Street Journal da un gruppo di ventitre economisti di scuola neoclassica (tra i quali Taylor). Cfr. AA.VV. 2010.

uno stringente controllo dell'aggregato monetario. I recenti interventi di politica monetaria vanno, a suo avviso, ben distinti da quelli degli ultimi anni. Non si tratta infatti di qualcosa di simile a ciò che ebbe luogo dopo l'11-9-2001 né, tanto meno, di un intervento sui tassi di interesse per controllare la dinamica dell'inflazione o del reddito (ibidem). Egli ha così proposto un immediato ritorno alle regole che avevano dato così buoni risultati negli anni 1985-2003.

Bernanke si è mostrato ben consapevole del rischio connesso ad una politica monetaria espansiva come quella che si è tradotta nel Q.E. ed ha prospettato una *exit strategy*<sup>20</sup>. Tra gli strumenti a disposizione della Fed, egli (Bernanke 2010) ha attribuito particolare rilievo all'aumento dei tassi di interesse sulle riserve, reso possibile dalla decisione del Congresso statunitense dell'ottobre 2008.

Nonostante tale programma di interventi, gli esiti della politica monetaria della Fed non appaiono scontati. Il Q.E., ha rilevato Blinder (2010) ha cambiato, forse per sempre, il modo di procedere della banca centrale statunitense. Questa nuova strategia di politica monetaria, non specificata nelle sue prime fasi, ma via via definitasi nel tempo (così che è giustificato parlare di "learning by doing"), ha portato la Fed su un altro pianeta. Il problema, questo studioso conclude, è riuscire a ricondurla sulla Terra, utilizzando strumenti sinora mai sperimentati (cfr. ibidem, 477-478).

Una corretta *exit strategy* che consenta al sistema di venir fuori dalla situazione venutasi a determinare a seguito dell'avvento del Q.E. - ha osservato Taylor (2010) - deve fondarsi sulla riaffermazione delle regole di politica monetaria: essa deve essere una *exit rule*<sup>21</sup>.

Questi sviluppi in materia di politica monetaria sono stati per alcuni studiosi di scuola post-keynesiana un'occasione per ribadire le critiche severe da tempo mosse<sup>22</sup>. La *exit strategy* prospettata da Bernanke è giudicata inadeguata da Palley (2010). A suo avviso occorrerebbe evitare che la Fed paghi un interesse a fronte delle riserve costituite presso di essa, facendo al contempo in modo che la loro domanda cresca<sup>23</sup>. Un necessario passaggio verso un nuovo sistema è costituito dall'abrogazione della *Regulation Q* che impedisce il pagamento di interessi sui depositi a vista.

Palley ha così proposto (ibidem), come *exit strategy*, il ricorso a un sistema alternativo di riserva obbligatoria ("Asset Based Reserve Requirements"), da lui teorizzato alcuni anni or sono.

"Under the proposed framework, financial intermediaries would be obliged to hold reserves against different types of assets, with the reserve requirement being adjustable at the discretion of the monetary authority. These reserves would consist of liabilities of the central bank, but their definition could also be widened to include government bonds. Moreover, the new system would apply to all financial intermediaries—not just banks. This contrasts with the existing system of liability-based regulation, which is bank-centric and requires banks (1) to hold reserves against deposit liabilities and (2) to satisfy shareholder capital requirements that vary with the nature of the assets they hold" (Palley 2004, 45).

In tal modo sarebbe possibile realizzare una *exit strategy* senza aggravii per i contribuenti e con vantaggio per i depositanti. La politica monetaria continuerebbe ad essere uno strumento importante, seppur caratterizzato da modalità operative diverse da quelle sin qui adottate. Alla banca centrale verrebbe riconosciuto un ruolo di rilievo nella valutazione degli attivi finanziari, così che nel caso di

<sup>20</sup> "The Committee's aggressive monetary easing was not without risks. During the early phase of rate reductions, some observers expressed concern that these policy actions would stoke inflation" (Bernanke 2009).

<sup>21</sup> "An exit strategy, however, is more than a list of instruments. It is a policy describing how the instruments will be adjusted over time until the monetary framework is reached. It is analogous to a policy rule for the interest rate in a monetary framework except that it also describes the level of reserves and the composition of the balance sheet. Hence, an exit strategy for monetary policy is essentially an exit rule" (Taylor 2010, 16).

<sup>22</sup> Cfr. Fullwiler, Wray 2010. Galbraith (2009, 2) ha osservato: "The phrase "quantitative easing" – or in Chairman Bernanke's formulation, "credit easing" – is often heard these days. What does it mean? Not much, in my view. Can it be relied on to produce a return to economic growth? No. Credit easing, at its heart is about liquidity – a problem monetary policy can deal with. But the problems of the economy go far beyond liquidity".

<sup>23</sup> "The Fed's proposed exit strategy is to deactivate reserves by paying interest on them, thereby inducing banks to passively hold excess reserves. Instead, the Fed should look for other more desirable ways to increase the demand for reserves" (Palley 2010, 10-11).

un loro deterioramento qualitativo, essa potrebbe imporre un differente rapporto con le riserve obbligatorie. Essa avrebbe così modo di intervenire efficacemente, senza ricorrere, come ora avviene, a una politica del tasso d'interesse che ha effetti sull'intera economia.

L'ipotesi di intervento formulata da Palley presenta limiti che non possono essere ignorati. Il valore degli attivi finanziari che fungono da riserva è soggetto ad oscillazioni non facilmente prevedibili, né quantificabili. Tale riforma richiederebbe, poi, una forte collaborazione delle autorità monetarie e finanziarie internazionali, che è difficile realizzare (cfr. Myftari, Rossi 2007).

Soprattutto va osservato che se l'emissione monetaria è sempre subordinata al vincolo ipotizzato da Palley, il finanziamento bancario può aver luogo solo a condizione che le banche, e gli altri soggetti finanziatori, detengano un dato ammontare di attivi finanziari fissato dalla banca centrale. Il momento dell'avvio dell'attività produttiva verrebbe così assoggettato a limiti esogenamente determinati simili a quelli che Keynes giustamente criticava <sup>24</sup>.

Le obiezioni all'interpretazione della crisi proposta dagli esponenti del *mainstream* teorico sono state molteplici sul piano della diagnosi come su quello della terapia. A coloro che spiegavano gli eventi del 2007 alla luce di un'eccessiva immissione monetaria è stato obiettato (cfr. Brancaccio, Fontana 2011) che le evidenze empiriche non suffragano tale ipotesi e che è necessario affrontare tale argomento alla luce delle specificità del NCM, ossia del modello teorico sul quale sono state basate le politiche monetarie degli anni che hanno preceduto la crisi.

A chi ha sostenuto che il rimedio consiste nel porre in essere un sistema di controlli in grado di assicurare una vigilanza macroprudenziale accanto a quella microprudenziale sinora adottata, è possibile obiettare che quanto avvenuto sui mercati monetario e finanziario non è casuale ma va letto nell'ambito di un più ampio contesto che consideri le recenti evoluzioni dell'economia capitalista.

Le politiche monetarie espansive di questi ultimi anni non rappresentano certamente un elemento di novità nell'ambito delle strategie di politica monetaria ma si pongono nel solco delle decisioni prese dai tempi di Greenspan <sup>25</sup>. Il *Greenspan put* può essere letto come una prima fase delle politiche monetarie espansive riapparse prepotentemente alla ribalta in questi ultimi anni.

Il mutato comportamento nella gestione della politica monetaria è spiegabile alla luce dell'attribuzione alla banca centrale di un ruolo di sostegno del sistema economico, definito da De Cecco (1998) come "prestatore di prima istanza" <sup>26</sup>. Si tratta di una scelta da inserire nel più ampio contesto delle politiche adottate da U.S.A. e Gran Bretagna nella seconda metà del secolo scorso.

"In questi decenni, dunque, l'espansione del credito a livello mondiale è stata enorme. Ma essa deve considerarsi particolarmente impetuosa nei due paesi centro del sistema finanziario mondiale, Stati Uniti e Gran Bretagna. Affermo ormai da parecchi decenni che tale grandioso fenomeno non è da considerarsi un avvenimento, ma il risultato voluto e scientemente perseguito delle politiche strutturali dei governi di quei due paesi, e per essi può datarsene il vero inizio addirittura alla data dell'abbandono volontario da parte degli Stati Uniti della convertibilità del Dollaro, il 15 agosto del 1971 e con ancor maggior confidenza, alla data della prima crisi petrolifera, nel settembre del 1973" (De Cecco 2009, 64-65).

---

<sup>24</sup> "Credere che l'importo del capitale d'esercizio disponibile per l'industria inglese dipenda dall'ammontare dell'oro nei forzieri della Banca d'Inghilterra significa ritenere una cosa assurda" (Keynes 1930, vol. II, 420).

<sup>25</sup> Sulla politica monetaria di Greenspan così si esprimeva Friedman (2006) "He has set a standard. Other central banks around the world, whether independently or by following his example, are following suit. The timeworn excuses for central bank failure to stem inflation will no longer do. They will have to put up or shut up".

<sup>26</sup> A proposito di tale ruolo De Cecco (2000) così si esprimeva "Secondo alcuni, tale nuovo ruolo della Fed è ormai talmente istituzionalizzato da avere dato luogo a un meccanismo di creazione semiautomatica di liquidità in caso di crisi che assicura la impossibilità per la stessa Fed di perseguire una seria e prolungata politica di stretta monetaria. L'inizio di una stretta, infatti, induce in istituzioni creditizie che ormai prendono la propria liquidità dai mercati, condizioni quasi immediate di crisi, e il richiamo di fondi dalla periferia del sistema finanziario internazionale porta molto rapidamente alla insolvenza di banche e altre istituzioni finanziarie periferiche in paesi chiave per la politica estera degli Stati Uniti. La Fed è quindi costretta a riaprire velocemente i rubinetti, e una nuova onda di crescita reale e finanziaria si mette in moto, che dura fino alla prossima, vera o creduta, minaccia di inflazione, alla nuova stretta, alla nuova crisi, alla nuova reflazione veloce e semiautomatica".

Tale abnorme espansione del credito è stata assicurata all'economia dal sistema bancario e finanziario nel suo complesso (sistema bancario tradizionale e *shadow banking system*) e dal soggetto pubblico, anche grazie alle aggressive politiche di deregolamentazione nei mercati finanziario e creditizio. Così può spiegarsi l'affermarsi di quel "keynesismo finanziario" il cui obiettivo precipuo è assicurare un elevato livello di consumi, seppur in un contesto di bassi salari, garantendo il passaggio da una bolla speculativa all'altra <sup>27</sup>.

#### 4. Natura del finanziamento e ruolo della banca centrale

Il dibattito teorico ha messo in evidenza il problema della determinazione del tasso di interesse naturale, sul quale si impernia il modello "neowickselliano" del NCM. Al tempo stesso il confronto sulle recenti strategie di politica monetaria ha indotto a guardare con attenzione al ruolo e alle responsabilità della banca centrale qualora essa adotti politiche espansive a sostegno della domanda aggregata. Ciò induce a soffermare ancora una volta l'attenzione sulla natura della moneta e sul ruolo del finanziamento in una moderna economia capitalistica.

In un contributo volto a evidenziare i limiti della teoria keynesiana, Hicks (1974) ha rilevato come gli uomini d'affari non siano molto interessati al tasso d'interesse a lungo termine di cui parlava Keynes, osservando: "Altri aspetti del sistema finanziario – altri tassi d'interesse e altre condizioni di prestito – devono essere considerati in vista di altri possibili collegamenti" (ibidem, 45).

Ora, non vi è dubbio che oltre al tasso d'interesse finanziario vi siano altri tassi d'interesse meritevoli di essere presi in considerazione. La loro individuazione non può che rinviare alle diverse forme di finanziamento che hanno luogo nell'economia capitalistica e a fronte delle quali essi vanno corrisposti. Negli anni successivi Hicks (1979, 1989) affrontò il problema del finanziamento della produzione in un contesto sequenziale, mostrando di recepire l'ipotesi di endogenità dell'offerta di moneta <sup>28</sup>. Ciononostante le conclusioni alle quali egli pervenne non sembrano distanti da quelle originarie (cfr. Hicks 1979). Per Hicks, come per la maggior parte degli economisti di scuola neoclassica, ciò che assume rilevanza è il finanziamento degli investimenti ad opera del risparmio.

È pur vero che in ambito neoclassico si sono registrati, tra il XIX e il XX secolo, contributi eterodossi che hanno proposto una diversa lettura del ruolo delle banche, ponendo l'accento sulla funzione che queste hanno nel finanziamento della produzione, ma di essi sembra non essere traccia nei recenti dibattiti. Il pensiero va a Wicksell (1898) cui va il merito di aver guardato alla banca non più come semplice intermediario; essa, egli rilevò, è il soggetto che crea liquidità, assicurando alle imprese il finanziamento indispensabile per l'avvio del processo produttivo. La moneta ha natura creditizia; la sua emissione è il risultato di un processo che coinvolge il settore delle banche e quello delle imprese. Le decisioni delle banche in ordine alla fissazione del tasso di interesse monetario sono decisive per il verificarsi di quelle situazioni di squilibrio, che per Wicksell finiscono per rappresentare la normalità, e che determinano meccanismi distributivi diversi da quelli neoclassici.

Anche Schumpeter (1912) si muoverà in una direzione diversa da quella dell'ortodossia neoclassica. L'economista austriaco è accomunato a Wicksell dalla critica alla teoria neoclassica della moneta, della quale rifiuta l'approccio quantitativista. Egli sottolinea come, allorché l'emissione di biglietti bancari non avvenga a fronte di depositi previamente costituiti, le banche creino potere d'acquisto (come nel caso di concessione di aperture di credito). Al settore bancario è riconosciuta così una funzione nuova accanto a quella tradizionale: esso da un canto trasferisce potere d'acquisto già creato e dall'altro ne crea di nuovo, finanziando lo sviluppo. Ne conseguono significative differenze rispetto al modello neoclassico; sede dell'accumulazione del capitale non sono più i risparmiatori ma le imprese innovatrici e le banche che hanno finanziato l'innovazione. L'interesse non è il compenso per l'astinenza ma la taglia imposta dal finanziatore all'imprenditore innovatore.

Se queste analisi si confermano di grande attualità, anche con riferimento ai temi di cui qui si discute, va tuttavia segnalato che la loro "novità" rispetto all'impianto neoclassico ha fatto (e fa) sì che esse siano spesso volutamente ignorate, come conferma peraltro la recente rilettura del contri-

<sup>27</sup> Bellofiore e Halevi (2010) hanno parlato di "keynesismo privatizzato".

<sup>28</sup> Cfr. Fontana 2004.

buto wickselliano.

Va ascritto a recenti sviluppi teorici, che si rifanno ai contributi appena citati, oltre che alle teorie monetarie di Marx e di Keynes, il merito di aver approfondito la natura e il ruolo del finanziamento, ponendo in evidenza alcuni profili di grande interesse. Il riferimento è alla teoria del circuito monetario, sviluppatasi in Francia a Digione, attorno a Schmitt, e a Parigi, attorno a Parguez, e alla teoria monetaria della produzione fiorita in Italia per merito di Graziani e di un gruppo di studiosi che a lui fanno capo. Essi hanno concentrato la loro attenzione sull'economia capitalistica nella sua dimensione di economia monetaria di produzione. Ai loro occhi acquista rilevanza la distinzione operata da Keynes (1933) tra “real-exchange economy” e “monetary economy”. In quest'ultima, il momento in cui la moneta entra in gioco è quello della produzione; è ad esso che occorre guardare per cogliere il ruolo della moneta e per fissare le norme che devono regolare l'offerta.

La teoria monetaria della produzione si colloca pienamente nella tradizione keynesiana “autentica”, non contaminata cioè dalle riletture in chiave neoclassica (che vengano esse dalla originaria o dalla nuova Sintesi Neoclassica). Essa propone una lettura della teoria monetaria di Keynes che evidenzia un percorso unitario che va dal *Trattato della moneta* agli scritti sul “finance motive” degli anni 1937-39, sottolineando la centralità del tema del finanziamento della produzione e la necessità di una distinzione di esso dal finanziamento degli investimenti, così che a quest'ultimo va anteposto, logicamente e cronologicamente, il primo <sup>29</sup>.

Un'indispensabile premessa è per la teoria del circuito monetario, come per la teoria monetaria della produzione, la definizione della natura e del ruolo della moneta. La presenza della moneta di credito è – si ribadisce da parte di entrambe - cruciale per il modo di produzione capitalistico; essa ne rappresenta la *condicio sine qua non*. La moneta è il risultato di una transazione triangolare - che vede coinvolti i tre settori fondamentali di un'economia capitalistica (delle banche, dei lavoratori e delle imprese) – avviata a seguito di un finanziamento da parte delle banche in favore delle imprese, volto a consentire a queste la corresponsione dei salari ai lavoratori. L'endogenità dell'offerta di moneta trae origine proprio dal fatto che l'emissione monetaria è effettuata a fronte del finanziamento della produzione concesso dal sistema bancario alle imprese. Tutta la moneta che circola è di credito; non vi è differenza tra la moneta bancaria e quella emessa dalla banca centrale.

La possibilità di accesso al credito è decisiva per la distribuzione del reddito. La teoria monetaria della produzione sottolinea che è l'accesso al credito a consentire ai beneficiari del finanziamento di appropriarsi di parte del risultato del processo produttivo (cfr. Graziani 1994). Ciò permette loro di divenire proprietari dei mezzi di produzione e di realizzare i propri progetti di accumulazione.

Alla luce di queste premesse si comprende agevolmente perché queste teorie insistano nel distinguere nettamente il finanziamento della produzione da quello degli investimenti.

Il finanziamento della produzione attiene alla creazione della moneta necessaria per finanziare le transazioni tra gli operatori. La moneta appare in questo caso come un mezzo di pagamento che esiste solo per le transazioni e non come una grandezza osservabile. L'erogazione monetaria da parte delle banche consente l'avvio del processo produttivo dato che senza l'intervento di un soggetto finanziatore le imprese non potrebbero realizzare la produzione. Senza di esse il pagamento dei salari da parte degli imprenditori non avrebbe infatti carattere liberatorio (cfr. *ibidem*).

Non si può prescindere a questo punto dalla importante distinzione, da riferirsi a tutte le forme di finanziamento, proposta dalla teoria monetaria della produzione (anche sulla scorta di alcune puntualizzazioni marxiane), tra “finanziamento in termini monetari” e “finanziamento in termini reali” (cfr. Graziani 1986). Si tratta di un profilo del funzionamento dell'economia capitalistica che, seppur evidente, è spesso ignorato. Con riferimento al finanziamento della produzione non può non rilevarsi che se esso è reso possibile dalle banche sul terreno monetario, è concesso dai lavoratori da un punto di vista reale. Sono questi ultimi ad effettuare un'anticipazione alle imprese in vista della realizzazione del processo produttivo.

Riguardo al finanziamento degli investimenti, ciò che assume rilevanza è la formazione di un

---

<sup>29</sup> Per alcuni rilievi critici alla distinzione in questione, si veda: Forges Davanzati, 2011.

ammontare di risparmio pari agli investimenti. Come abbiamo osservato, il finanziamento degli investimenti è necessariamente successivo a quello degli scambi: mentre questo attiene alla formazione del reddito monetario, il primo riguarda le modalità di disposizione del reddito distribuito. Diversi studiosi di scuola keynesiana hanno da tempo posto l'accento sull'identità sempre esistente tra risparmi e investimenti e sulla irrilevanza del ruolo al riguardo attribuito alle banche. Attraverso l'intermediazione le banche non finanziano gli investimenti: l'uguaglianza tra risparmi e investimenti è, infatti, in ogni caso stabilita a prescindere dall'intervento del sistema bancario.

*“Il finanziamento degli investimenti proviene per intero dal risparmio. Nel caso di risparmio dei salariati si parlerà di risparmio volontario; nel caso in cui i nuovi beni capitali vengano acquistati dalle imprese utilizzando i profitti realizzati, alcuni parlerebbero (...) di risparmio forzato; ma si tratta comunque di risparmio. Gli investimenti sono dunque sempre finanziati da risparmio equivalente”* (Graziani 1994, 83-84, enfasi nel testo).

Va osservato che la parte di risparmio che resta nella disponibilità dei salariati rappresenta per le imprese un “debito figurativo” dato che, essendo la distribuzione del reddito determinata dalle imprese nel momento in cui decidono la composizione della produzione, il rimborso dei titoli e l'eventuale successiva spendita del ricavato sul mercato dei beni lascia inalterato in termini reali il reddito dei lavoratori-consumatori.

La teoria monetaria della produzione (cfr. Graziani 1996) ha altresì posto l'accento su una terza forma di finanziamento, quello dell'economia. Se il finanziamento della produzione rappresenta la “finanza iniziale”, la liquidità raccolta dalle imprese (con la vendita del risultato del processo produttivo o di titoli) al fine di rimborsare il debito originariamente contratto con il sistema bancario può essere definita “finanza finale”. Ora, nulla assicura che le imprese riescano a raccogliere (sui mercati dei beni o dei titoli) quanto necessario per l'estinzione di tale debito, dato che gli operatori possono trattenere presso di sé scorte liquide. È in questo caso che ha luogo il finanziamento dell'economia, il cui ammontare uguaglia quello delle scorte liquide detenute dagli operatori.

L'attuale crisi ha dato conferma del fatto che, qualora i debitori siano impossibilitati a rimborsare il finanziamento, è l'intero sistema bancario (le banche commerciali e la banca centrale) e, in subordine il soggetto pubblico, a garantire il finanziamento dell'economia. In questa ipotesi, come in precedenza, coloro che assicurano il finanziamento da un punto di vista reale sono i lavoratori.

Accanto a queste forme di finanziamento che attengono al normale funzionamento del sistema economico, se ne può individuare una quarta che da esse si differenzia nettamente. La sua esistenza è legata a disfunzioni del sistema, ossia alla circostanza che l'emissione monetaria non è destinata al finanziamento dell'attività produttiva ma all'immissione di attività finanziarie, volte a sostenere la domanda aggregata in funzione dei progetti di profitto e di accumulazione delle imprese.

Si tratti di un'ipotesi che trova riscontro negli eventi che hanno preceduto l'attuale crisi. I nuovi strumenti e soggetti che, grazie all'evoluzione del sistema dei pagamenti e al processo di deregolamentazione avviato sin dagli ultimi decenni del secolo scorso, hanno fatto ingresso sui mercati finanziari, assumono in tale ottica particolare significato. È attraverso di essi che immissioni di liquidità non finalizzate al finanziamento dell'attività produttiva hanno avuto luogo.

D'altra parte gli interventi di politica monetaria, come quelli posti in essere dalla Fed (dal *Greenspan put* al C.E.), hanno fornito una formidabile spinta nella medesima direzione, determinando un aumento del corso dei titoli e il conseguente formarsi di bolle speculative. Si tratta di fenomeni che si inseriscono nell'ambito di quel passaggio dal “finance capitalism” al “money manager capitalism” che caratterizza l'attuale fase evolutiva del sistema capitalistico, accrescendone la fragilità finanziaria (cfr. Minsky 1996). Sono altrettanto evidenti le conseguenze sulla distribuzione del reddito derivanti dalle politiche monetarie espansive degli U.S.A come della U.E..

Ne deriva la necessità che l'attività di finanziamento abbia luogo, nella consapevolezza della sua specificità, così da assicurare il corretto funzionamento del sistema economico. Occorre a tal fine ridefinire, alla luce delle indicazioni che vengono dalla teoria monetaria della produzione, il ruolo della banca centrale (cfr. Graziani 1994). Ad essa compete l'obbligo di controllare il rispetto, da

parte delle banche, delle regole a base dell'emissione monetaria e dell'attività di intermediazione. Precise indicazioni scaturiscono poi in materia di politica dei tassi d'interesse (cfr. Figuera 2009).

Va rilevato a tal proposito che la Scuola di Digione della teoria del circuito monetario ha prospettato una ben precisa articolazione del sistema bancario volta ad assicurare il rispetto delle regole dell'emissione monetaria e a scongiurare i rischi di inflazione (o deflazione) e di crisi. Schmitt (1984, 187) ha individuato la causa della crisi e dell'inflazione nelle "émissions vides" ("emissioni vuote", a fronte delle quali non vi è produzione), prospettando una riforma del sistema monetario e finanziario, basata sulla fondamentale distinzione tra moneta, reddito e capitale. Da essa scaturisce la partizione del sistema bancario in tre dipartimenti (dell'emissione, dell'intermediazione e del capitale) tra i quali hanno luogo flussi in entrata e in uscita che si svolgono secondo precise regole<sup>30</sup>. Tale riorganizzazione del sistema monetario e finanziario, la cui complessità non sfugge, riporta alla memoria quel *Bank Charter Act*, emanato in Inghilterra nel 1844, che rappresentò l'esito di un intenso dibattito sull'emissione monetaria che annoverò fra i suoi protagonisti Ricardo.

Quale che sia la valutazione che su tali proposte voglia esprimersi, non può negarsi che, ora come allora, è attraverso una radicale riforma del sistema monetario e finanziario, fondata sulla consapevolezza della specificità della moneta e della natura e del ruolo del finanziamento, che è possibile porre le basi per una regolamentazione dell'emissione monetaria che possa scongiurare il rischio di disfunzioni.

## 5. Conclusione

Alla luce delle considerazioni sin qui svolte emerge come il dibattito sulle strategie di politica monetaria abbia confermato l'urgenza dell'individuazione dei criteri per la determinazione della quantità di moneta che deve circolare nel sistema economico. Dall'analisi delle proposte avanzate dal *mainstream* appaiono i limiti che derivano dall'aver assunto come modello teorico di riferimento quello di un'economia di scambio, seppur monetizzata.

La teoria monetaria della produzione e la teoria del circuito monetario si propongono di superare tali limiti, offrendo importanti indicazioni anche sul piano della politica economica. È attraverso una riflessione sulla natura di economia monetaria di produzione dell'economia capitalistica e sulle diverse forme di finanziamento, che conduca a una ridefinizione del ruolo della banca centrale e del sistema bancario, che sarà possibile evitare il ripetersi di alcune delle gravi disfunzioni che sono state all'origine dell'attuale crisi economico-finanziaria.

---

<sup>30</sup> “- Le département de l'émission voit la naissance et la mort de la monnaie, qu'elle soit créée dans la formation du produit, dans ses transferts ou dans son écoulement. - Le département de l'épargne (ou du capital-temps) reçoit tous les dépôts ordinaires formés dans les banques afin de les «recycler» sur le marché financier, au profit des déposants ou des emprunteurs finals. - Le département du capital fixe (ou de la forme évoluée du capital-temps) prend en charge toute l'épargne d'abord formée dans le deuxième département et qui doit en être retirée justement parce qu'elle s'est investie dans le capital instrumental: si cette épargne était laissée à la disposition du deuxième département, elle nourrirait les demandes excédentaires et susciterait ainsi les émissions vides” (Schmitt 1984, 322-323).

## Bibliografia

- AA.VV. (2010) "An Open Letter to Ben Bernanke", *The Wall Street Journal*, Nov. 16, disponibile al sito <http://blogs.wsj.com/economics/2010/11/15/open-letter-to-ben-bernanke/> (11-1-2012).
- Arestis P., Chortareas G.E. (2007) "Natural equilibrium real interest rate estimates and monetary policy design", *Journal of Post Keynesian Economics*, 29, 4, 621-643.
- Arestis P., Mihailov A. (2009) "Flexible Rules cum Constrained Discretion: A New Consensus in Monetary Policy", *Economic Issues*, 14, 2, 27-54.
- Arestis P., Sawyer M. (2008), "New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique *Economia e Sociedade*", Campinas, 17, Número especial, 629-653, dez.
- Asso, P.F., Kahn, G., Leeson, R. (2007a), "Monetary Policy Rules: From Adam Smith to John Taylor," paper prepared for the Federal Reserve Bank of Dallas conference on "John Taylor's Contribution to Monetary Theory and Policy".
- Asso, P.F., Kahn, G., Leeson, R. (2007b), "The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper*, 07-11, December.
- Asso, P.F., Kahn, G., Leeson, R. (2010), "The Taylor Rule and the Practice of Central Banking", *Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper*, 10-05, February.
- Bellofiore R., Halevi J. (2010), "La Grande Recessione e la Terza Crisi della Teoria Economica", Relazione per il convegno "La crisi globale. Contributi alla critica della teoria e della politica economica", disponibile al sito <http://www.theglobalcrisis.info/docs/relazioni/BellofioreHalevi.pdf> (27-8-2011).
- Bernanke B. (2009), "The Crisis and the Policy Response" relazione effettuata presso la Stamp Lecture, London School of Economics, London, England January 13, disponibile al sito: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm> (31-1-2012).
- Bernanke B. (2010) "Federal Reserve's Exit Strategy" Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, DC, February 10, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100210a.htm>
- Bernanke B., Laubach T., Mishkin F., Posen A. (2001), *Inflation Targeting: Lessons From the International Experience*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Bernanke B., Mishkin F. (1997) "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *The Journal of Economic Perspectives*, 11, 2, 97-116.
- Blinder A. S. (2010) "Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 92, 6, 465-79.
- Brancaccio E., Fontana G. (2011) "From Maestro to Villain of Modern Monetary Policy: A Critical Assessment of the 'Greenspan Put' as the Main Cause of the Global Crisis", in corso di pubblicazione su *History of Economic Ideas*.
- Curdia V., Woodford M. (2009) "Credit frictions and optimal monetary policy", *Bank of International Settlements Working Paper*, No. 278.
- Davidson P. (2006) "Can, or should, a central bank inflation target?", *Journal of Post Keynesian Economics*, 28, 4, 689-703.
- De Cecco M. (1998) "The Lender of Last Resort", *CIDEI Working Paper*, n. 49, Università di Roma La Sapienza, Roma.
- De Cecco M. (2000) "Greenspan, signore della crescita", *La Repubblica - Affari e Finanza*, 17-7.
- De Cecco M. (2009) "Finanza ed economia reale: riflessioni sulla crisi", disponibile al sito: <http://www.univr.it/documenti/Documento/allegati/allegati930497.pdf>.
- Desai M. (1982) "The Task of Monetary Theory: The Hayek-Sraffa Debate in a Modern Perspective", in *Macroeconomics and Monetary Theory - The Selected Essays of Meghnad Desai*, Volume I, Edward Elgar, Aldershot.
- Figuera S. (2009) "From Wicksell to Keynes? Some Thoughts on the Role of a Central Bank in the Tradition of Monetary Circuit Theory", in J. F. Ponsot and S. Rossi (eds) *The Political Economy of Monetary Circuits*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.

- Fontana G. (2004) "Hicks on monetary theory and history: money as endogenous money", *Cambridge Journal of Economics*, 28, 1, 73–88.
- Fontana G., Palacio-Vera A. (2002) "Monetary policy rules: what are we learning?", *Journal of Post Keynesian Economics*, 24, 4, 547-568.
- Fontana G., Palacio-Vera A. (2005) "Are Long-run Price Stability and Short-run Output Stabilization All that Monetary Policy Can Aim For?", *Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper* n. 430.
- Forges Davanzati G. (2011) *Credito, produzione, occupazione: Marx e l'istituzionalismo*, Roma, Carocci editore.
- Friedman M. (1968) "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, 58, 1-17.
- Friedman M. (1982) "Monetary Policy: Theory and Practice," *Journal of Money Credit and Banking*, 14, 1, 98-118.
- Friedman M. (2006) "The Greenspan Story: 'He Has Set a Standard,'" *Wall Street Journal*, January 31, p. A14.
- Fullwiler S. T., Wray L. R. (2010) "Quantitative Easing and Proposals for Reform of Monetary Policy Operations", Working Paper No. 645 , Annandale-on-Hudson, N.Y., The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Galbraith J. K. (2009) Statement before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Hearings on the Conduct of Monetary Policy, February 26, disponibile al sito: [http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs\\_dem/galbraith022609.pdf](http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs_dem/galbraith022609.pdf) (21-12-2011).
- Goodfriend M., King R. (1997) "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy", *NBER Macroeconomics Annual*, 12, 231-283.
- Graziani A. (1986) "La teoria marxiana della moneta", in Mancina C. (a cura di), *Marx e il mondo contemporaneo*, Editori Riuniti, Roma.
- Graziani A. (1994) *La teoria monetaria della produzione*, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio/Studi e Ricerche, Arezzo.
- Graziani A. (1996) Money as Purchasing Power and Money as a Stock of Wealth in Keynesian Economic Thought, in Deleplace G., Nell, E., (eds.), *Money in motion*, London, Macmillan
- Greenspan, A. (1993) Testimony before the Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs, U.S. House of Representatives, July 20.
- Hahn F. (1983) *Money and Inflation*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Hicks, J.R. (1937) "Mr. Keynes and the 'Classics': a suggested interpretation", *Econometrica*, 5, 2, 147–59.
- Hicks, J. (1974) *La crisi dell'economia keynesiana*, Boringhieri, Torino.
- Hicks, J. (1979) *Causality in Economics*, Clarendon Press, Oxford.
- Hicks J. (1989) *Una teoria di mercato della moneta*, Il Mulino, Bologna.
- Keynes, J.M. (1930) *Treatise on Money*, Macmillan, London ; ora in *Collected Writings*, Voll. V e VI, Macmillan, London 1971; trad. it. *Trattato della moneta*, Milano: Feltrinelli, 1978.
- Keynes J.M. (1933) "A Monetary Theory of Production", in *Collected Writings*, Vol. XIV, London, Macmillan, 1971.
- King M. (1997) "Changes in UK monetary policy: Rules and discretion in practice", *Journal of Monetary Economics*, 39, 81-97.
- Lavoie M. (2010) "Changes in Central Bank Procedures during the Subprime Crisis and Their Repercussions on Monetary Theory", Working Paper No. 606 , Annandale-on-Hudson, N.Y., The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- McCallum, B.T. (2001) "Monetary policy analysis in models without money", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 83, No 4, pp. 145–60.
- Meyer, L.H. (2001) "Does money matter?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 83, 5, 1–15.
- Minsky H.P. (1996) "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies", Working Paper No. 155, Annandale-on-Hudson, N.Y., The Levy Economics Institute.
- Mishkin F. S. (2001) "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from Industrialized

- Countries”, *Policy Research Working Paper Series*, The World Bank, 2684.
- Mishkin F. S. (2011) “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis”, National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers, 16755.
- Myftari E., Rossi S. (2007) “Asset prices and monetary policy: should central banks adopt asset-based reserve requirements?”, paper presentato alla Eleventh Berlin Conference of the Research Network Macroeconomic Policies on “Finance-Led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector” 26–27 October, disponibile al sito: [http://www.boeckler.de/pdf/v\\_2007\\_10\\_26\\_Rossi-Myftari.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/v_2007_10_26_Rossi-Myftari.pdf).
- Nelson E. (2008) “Friedman and Taylor on Monetary Policy Rules: A Comparison”, *Federal Reserve Bank of St. Louis*, vol. 90. no. 2, p. 95-116.
- Palley T. I. (2004) “Asset Based Reserve Requirements: Reasserting Domestic Monetary Control in an Era of Financial Innovation and Instability”, *Review of Political Economy*, 16, 1, 43 – 58.
- Palley T. I. (2010) “The Troubling Economics and Politics of Paying Interest on Bank Reserves: A Critique of the Federal Reserve’s Exit Strategy”, Political Economy Research Institute, Working Paper Series, n. 221.
- Poole W. (1970) “Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model”, *Quarterly Journal of Economics*, May:197-216.
- Schmitt B., (1984) *Inflation, chômage et malformations du capital*, Paris e Albeuve, Economica e Castella.
- Schumpeter J. A. (1912) *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, Leipzig, Duncker & Humblot; trad. it. *Teoria dello sviluppo economico*, Firenze, Sansoni, 1977.
- Swanson E. T. (2011) “Let’s Twist Again: a High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and its Implications for QE2”, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper, 2011-08, disponibile al sito: <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2011/wp11-08bk.pdf> (2-1-2012).
- Svensson L.E.O. (1999) “Inflation Targeting: Some Extensions”, *Scandinavian Journal of Economics*, 101, 3, 337-361.
- Svensson L.E.O. (2009) “Flexible inflation targeting – lessons from the financial crisis”, Speech at the workshop “Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis”, Amsterdam, 21-9-2009, disponibile al sito: <http://www.bis.org/review/r090923d.pdf> (26-4-2012).
- Taylor J.B. (1993) “Discretion versus policy rules in practice”, *Carnegie–Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214.
- Taylor, J. B. (1999) “An Historical Analysis of Monetary Policy Rules,” in J. B. Taylor (ed.) *Monetary Policy Rules*, Chicago, University of Chicago Press, 319-41.
- Taylor, J. B. (2008) “Monetary Policy and the State of the Economy”, testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, February 26.
- Taylor J.B., (2009) “The need to return to a monetary framework”, *Business Economics*, 44, 2, 63-72.
- Taylor J. B. (2010) “An Exit Rule for Monetary Policy”, Testimony before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, March 25, disponibile al sito:[http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs\\_dem/taylor.pdf](http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs_dem/taylor.pdf). (11-1-2012).
- Taylor J. B. (2012) “Monetary Policy Rules Work and Discretion Doesn’t: A Tale of Two Eras”, in corso di pubblicazione su *The Journal of Money Credit and Banking*, disponibile al sito: <http://www.johnbtaylor.com/> (28-4-2012).
- Wicksell, K. (1898) *Geldzins und Güterpreise*, Jena, Verlag von Gustav Fischer.
- Williams J. C. (2011) Economics Instruction and the Brave New World of Monetary Policy, *FRBSF Economic Letter*, 17 June, n. 6.
- Woodford M. (2000) “Monetary Policy in a World Without Money”, *International Finance*, 3, 2, 229-260.
- Woodford M., (2003) *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, Princeton University Press.