

IL CIRCUITO DELLA MONETA E IL FINANZIAMENTO DELL'ECONOMIA. UN'ANALISI TEORICA.

Duccio Cavalieri

(Professore ordinario di Economia politica nell'Università di Firenze).

1. Il circuito monetario, creditizio e finanziario.

Questo scritto ha per oggetto un'analisi teorica del ruolo svolto dalla moneta e da altre attività, meno liquide, nel finanziamento del settore privato di un'economia di mercato. Riguarda quindi, essenzialmente: *a*) i rapporti tra le famiglie, le imprese, le banche, le altre istituzioni finanziarie e il mercato dei capitali; *b*) le relazioni funzionali che intercorrono tra la moneta e alcuni strumenti finanziari (depositi, crediti, titoli) che almeno per certi aspetti possono considerarsi suoi succedanei. L'attenzione sarà dunque centrata sulle correlazioni tra i principali elementi che determinano la struttura monetaria, creditizia e finanziaria dell'economia.

L'obiettivo specifico di chi scrive non è però quello di prospettare una teoria generale che descriva l'operare delle principali istituzioni finanziarie presenti in un'economia di mercato e ricomprenda al suo interno la teoria della moneta, quella della banca e quella dei mercati finanziari. Lo hanno già fatto in passato vari autori, a partire da uno studio pionieristico di Gurley e Shaw, del 1960, che ha suscitato un ampio dibattito, di cui ancora non si è spenta l'eco. Il nostro intento è diverso. Consiste in un'analisi teorica del processo di finanziamento di quella che Keynes ha chiamato "un'economia monetaria di produzione". Cioè di un'economia di mercato in cui siano prodotti beni e servizi reali, destinati a essere scambiati con moneta e altri strumenti finanziari dotati di un elevato grado di liquidità, e in cui le variabili monetarie siano rilevanti per spiegare non solo il livello dei prezzi, ma anche i livelli di produzione e la distribuzione del reddito.

Uno degli scopi che ci proponiamo di raggiungere è mostrare che la natura complessa della moneta presente nei sistemi economici odierni – una moneta di origine mista, in parte endogena e in parte esogena¹ – ha importanti conseguenze sia per il finanziamento dell'economia che per l'impostazione della politica monetaria. E che ciò deve indurre a riconsiderare criticamente una larga parte della letteratura sull'argomento: quella che attribuisce all'offerta di moneta un carattere strettamente endogeno, o strettamente esogeno.

La trattazione del tema proposto si articolerà in quattro punti principali. Procederemo anzitutto a un riesame di alcuni aspetti fondamentali della teoria monetaria e creditizia, per mostrare come essa si raccordi indissolubilmente al resto dell'analisi economica. E come risulti indispensabile alla spiegazione sia del comportamento delle variabili reali del sistema, sia della sua struttura finanziaria, che comprende le istituzioni creditizie e il mercato dei capitali.

Riteniamo che in un contesto analitico sufficientemente realistico – in cui il futuro sia incerto e imprevedibile, la moneta svolga un ruolo essenziale² e coesistano una circolazione

¹ Sono generalmente considerate endogene le grandezze i cui valori vengono determinati all'interno di un dato modello analitico. Variabili esogene sono invece quelle largamente influenzate da fattori esterni; o i cui valori sono stabiliti discrezionalmente dall'autorità politica (che però non controlla tutte le variabili esogene).

² Per ruolo essenziale della moneta si intende qui il fatto che essa permette di istituire un raccordo tra il passato, il presente e il futuro – e non già il rispetto della "regola di Clower", o *cash-in-advance constraint*, un discutibile

industriale e una circolazione finanziaria³ – i ricorrenti tentativi di costruire una teoria economica esclusivamente reale o esclusivamente monetaria non abbiano alcun senso. E che si possa mostrare che in generale la moneta non è neutrale (indipendentemente dal modo in cui viene introdotta nel sistema e dall'assunzione di presenza o meno di illusione monetaria) e che la politica monetaria e creditizia può influenzare non solo il livello dei prezzi, ma anche l'equilibrio reale del sistema e la struttura finanziaria dell'economia.

In secondo luogo, si intende fornire un'esatta caratterizzazione del complesso ruolo di intermediazione finanziaria, di creazione del credito e di allocazione efficiente delle risorse che le banche commerciali sono chiamate a svolgere in un'economia monetaria. Sottolineando al tempo stesso che non spetta alle banche assicurare con la loro attività l'uguaglianza *ex ante* tra risparmi e investimenti. Questo compito, essenziale per conseguire l'equilibrio macroeconomico del sistema, è proprio dell'autorità responsabile della politica economica. Che, come è noto, può disporre per assolverlo di un'ampia gamma di strumenti di intervento.

Riteniamo tra l'altro evidente l'inutilità di riproporre oggi la *vexata quaestio* della possibilità o meno di creare dal nulla il credito bancario, sostenendo la priorità logica degli impieghi (gli investimenti) sui depositi (i risparmi), o viceversa. E' questo, a nostro avviso, un aspetto del problema che non può definirsi una volta per tutte, in termini generali, ma va necessariamente considerato in relazione a un dato contesto storico. A uno stadio primitivo di sviluppo del sistema bancario, quando l'uso della moneta creditizia non è ancora molto diffuso, corrisponde di solito una priorità dei depositi. A uno stadio più avanzato, una priorità degli impieghi. Che non possono tuttavia espandersi all'infinito. Anche perché le banche, che in un'economia di mercato tendono a massimizzare i loro utili, hanno convenienza a fare nuovi prestiti solo fino al punto in cui il rendimento marginale degli impieghi uguaglia il costo marginale delle risorse finanziarie, e non oltre.

Come terzo punto degno di nota, si vuole sostenere l'idea di una determinazione di natura sostanzialmente esogena dell'offerta complessiva di moneta, quale risultato della presenza in questa di una componente primaria prevalentemente esogena (la moneta legale, non remunerata) e di una componente secondaria di tipo endogeno (la moneta bancaria, o creditizia, remunerata). E ribadire quindi da un lato l'importanza della distinzione tra moneta legale e moneta bancaria e dall'altro il fatto che l'offerta complessiva di moneta non si adatta passivamente alle necessità degli scambi e degli affari, pur non essendo insensibile alle reazioni del settore finanziario privato alle decisioni prese dall'autorità monetaria.

La circostanza che la componente esogena dell'offerta di moneta tenda storicamente a perdere peso rispetto alla componente endogena non implica logicamente una necessità di rivedere tale opinione. Non solo per la "fallacia della composizione", ben nota agli statistici, ma anche per il motivo più sostanziale che il settore privato dell'economia non può influenzare in modo diretto l'emissione da parte della banca centrale, o del Tesoro, di moneta legale di tipo esterno, volta a soddisfare le esigenze di finanziamento del settore pubblico. Mentre l'autorità politica è sempre in grado di controllare in modo efficace l'offerta di moneta bancaria, che ha natura endogena.

Se si trascura la distinzione tra moneta legale e moneta bancaria, o se ne minimizza l'importanza, come tendono a fare alcuni indirizzi teorici contemporanei, si rischia di confondere la moneta con il credito. Con la conseguenza di non riuscire più a cogliere la differenza tra la funzione monetaria e quella creditizia delle banche – l'una volta, operando una trasformazione delle scadenze delle attività finanziarie, a creare liquidità in forma di depositi a vista utilizzabili come mezzi di

requisito di liquidità che stabilisce che i beni e servizi si scambino sul mercato solo contro moneta (vista come una sorta di "biglietto d'ingresso sul mercato") e impone quindi che si disponga in anticipo di denaro contante per tutte le transazioni.

³ Resterà fuori dall'analisi il finanziamento di un disavanzo del settore pubblico, che costituisce sotto vari profili un problema teorico a sé stante.

pagamento; l'altra a erogare credito, finanziando tale attività con passività illiquide, generalmente non negoziabili. Così da avallare, in definitiva, una visione sostanzialmente distorta dell'attività bancaria.

Il quarto e ultimo punto su cui intendiamo centrare l'attenzione è più specifico: riguarda il ruolo delle banche nel finanziamento degli investimenti delle imprese – un vecchio problema alquanto trascurato nella letteratura postkeynesiana e recentemente riproposto all'attenzione degli studiosi dai “nuovi keynesiani”. A questo proposito, sosterremo che sotto questo profilo le aziende di credito sono chiamate a svolgere una funzione di grande rilievo sociale soprattutto in due tipi di situazioni: *a*) nel finanziamento iniziale della domanda di investimenti delle imprese, destinato a coprire temporaneamente le spese cui esse vanno incontro nel periodo che intercorre tra l'ideazione e la realizzazione di un progetto di investimento, in attesa che per la sua definitiva attuazione sia possibile reperire fondi a più lungo termine sul mercato dei capitali; *b*) nel finanziamento degli investimenti delle piccole e medie imprese, che hanno difficoltà ad autofinanziarsi in misura adeguata e non possono accedere facilmente al mercato dei capitali.

Mostreremo inoltre che un riferimento teorico fondamentale su questo tema, costituito dal pensiero espresso da Keynes in alcuni suoi scritti del periodo 1937-39, è stato gravemente frainteso da una parte dei suoi interpreti, in cui si collocano sia critici dichiarati sia pretesi seguaci dell'economista inglese. E che ciò è avvenuto essenzialmente per tre ordini di motivi, che conviene ricordare fin d'ora, ma sui quali sarà poi opportuno riflettere ulteriormente.

Questo fraintendimento del pensiero di Keynes si è manifestato, anzitutto, perché alcuni autori si sono limitati a fare propria la sua osservazione che l'offerta globale di liquidità deve soddisfare nel suo complesso ogni tipo di domanda di fondi liquidi – tanto quella rivolta al finanziamento di attività reali, destinata ad alimentare una spesa in beni e servizi, quanto quella per la formazione di scorte liquide – rinunciando ad approfondire l'analisi del problema. Inoltre, perché nel procedere a un esame delle possibili motivazioni della domanda di finanziamenti, questi studiosi non si sono curati di operare un'adeguata distinzione tra due diverse esigenze delle imprese: quelle di finanziare la loro produzione lorda corrente e la formazione netta di capitale. Infine, perché vi sono autori che si sono proposti di formulare una teoria del finanziamento su basi non neoclassiche, ma non sono riusciti a liberarsi dall'erronea idea che il volume totale dell'investimento netto sia limitato *ex ante* dalla disponibilità complessiva di risparmio – una posizione teorica tipica delle teorie neoclassiche dell'equilibrio, ampiamente confutata da Keynes, in base alla quale si deve escludere che i nuovi progetti di investimento possano essere inizialmente finanziati, in parte o in tutto, con il credito. Mentre in realtà le cose vanno in modo assai diverso. In periodi di andamento normale dell'economia, tanto il ricorso al risparmio quanto quello al credito bancario possono essere visti come forme fisiologiche di finanziamento degli investimenti. Ma è la disponibilità di credito, non quella di risparmio, che pone un limite al livello degli investimenti.

Nel corso della nostra trattazione del problema, risulterà tra l'altro evidente l'inadeguatezza analitica di due moderni indirizzi di pensiero che riguardano la moneta come fondamentalmente inidonea a fungere da riserva di valore e ripropongono la vecchia idea di un'offerta di moneta che si adeguerebbe passivamente alle necessità degli scambi – un vetusto cavallo di battaglia della scuola bancaria inglese, il filone teorico liberista che poneva l'accento sull'esigenza di soddisfare i “bisogni del commercio”, anche a costo di sacrificare l'autonomia decisionale delle autorità monetarie. Intendiamo riferirci all'indirizzo neoclassico, nella sua principale versione disaggregata (quella neo-walrasiana di Patinkin), e alla formulazione della macroeconomia monetaria nota come approccio del circuito della moneta – due concezioni che si ispirano a una diversa filosofia politica, ma appaiono assai meno distanti tra loro per il modo di intendere la moneta. Entrambe assumono infatti che la moneta-segno sia un mezzo di pagamento privo di un valore d'uso intrinseco. Ed entrambe si limitano a considerare in un'ottica di equilibrio il ruolo svolto dalla moneta come mezzo di pagamento nella circolazione industriale, direttamente legata all'attività di produzione e funzione stabile del reddito reale del sistema, e non sono in grado

di dare conto adeguatamente del ruolo che la moneta è chiamata a svolgere nella circolazione finanziaria, legata all'attività speculativa e quindi più instabile.

Non si può tuttavia trascurare sul piano analitico la circolazione finanziaria senza esporsi a serie conseguenze. Essa non assolve semplicemente il ruolo di determinare, dato il livello dei tassi di interesse, la quota di prodotto reale che le imprese cedono alle banche. E non assume rilevanza solo ad alti livelli di reddito, in corrispondenza dei quali il movente precauzionale e quello speculativo della domanda di moneta tendono spesso a prevalere sul movente transattivo. L'importanza della circolazione finanziaria è legata soprattutto al fatto che essa esercita un'influenza determinante sui prezzi dei beni capitali e sui tassi di interesse, su cui si fondano le decisioni di investimento. La teoria keynesiana ha giustamente posto l'accento su questo aspetto del problema, mettendo in rilievo la funzione di riserva di valore della moneta.

Il tema del finanziamento dell'economia verrà qui affrontato in modo a un tempo critico e propositivo. Critico nei confronti di quelle concezioni teoriche che separano troppo nettamente il mercato della moneta e dei titoli da quello dei beni e guardano alla domanda e all'offerta di moneta come a due variabili indipendenti; o che si limitano a considerare i flussi finanziari, trascurando l'esistenza e l'entità dei fondi, e non distinguono tra moneta e credito, né tra moneta e depositi bancari. Propositivo, perché ne emergerà, quasi per contrasto, un modo più realistico di considerare il ruolo della moneta e del credito bancario nel finanziamento dell'economia – in un unico contesto teorico, atto a configurare un approccio integrato, di carattere monetario, creditizio e finanziario. Senza alcuna necessità di ricorrere a tale scopo a ipotesi indebitamente restrittive.

2. Proposizioni teoriche di base per un approccio integrato.

Come si è detto, questo scritto nasce dal nostro proposito di discutere alcune idee sulla natura dell'offerta e della domanda di moneta e sulle modalità di finanziamento delle imprese. E di mostrare i limiti di alcune teorie formulate a questo riguardo.

Per comodità del lettore, converrà anticipare fin d'ora i tratti salienti della nostra analisi. In estrema sintesi, e iniziando dalle proposizioni teoriche che si riferiscono più direttamente alla moneta, vogliamo sostenere:

- a) che l'offerta e la domanda di moneta sono due variabili interdipendenti, che non si prestano a essere descritte con funzioni autonome e a essere rappresentate con curve distinte (come ancora comunemente avviene, in base a una prassi consolidata, che risale a Marshall);
- b) che, in conseguenza di questa interazione, variazioni nell'offerta di moneta tendono a determinare mutamenti nel livello di attività e nel reddito nominale (come sostengono i monetaristi), e viceversa (come affermano i keynesiani), rendendo evidente una bidirezionalità nell'ordine causale tra le variabili reali e quelle monetarie;
- c) che l'offerta e la domanda di moneta non possono essere definite solo in termini di flussi, prescindendo dalle consistenze dei fondi (come fanno quanti intendono la moneta solo come un mezzo di pagamento, privo di ogni utilità intrinseca, e non anche come una forma di ricchezza); né viceversa (si pensi, per l'offerta di moneta, alle teorie monetariste e, per la domanda di moneta, alle teorie dei fondi prestabili, delle scorte monetarie e delle scelte di portafoglio);
- d) che una parte dell'offerta nominale di moneta, quella creditizia, è di origine endogena; ma la componente primaria dell'offerta, quella della moneta legale, sulla quale si basa il sistema del credito, ha natura mista, ma prevalentemente esogena, che si trasmette all'offerta complessiva di moneta;
- e) che l'offerta reale di moneta ha natura endogena, in quanto il livello generale dei prezzi dipende dal comportamento di tutti coloro che dispongono di moneta, o ne fanno domanda, e non solo da quello dell'autorità monetaria (come assumevano sia le versioni

iniziali e più rigide della teoria quantitativa, che non consideravano la velocità di circolazione della moneta, sia quelle immediatamente successive, che la ritenevano una costante). In altri termini, quello che deve ritenersi endogeno è il prodotto della quantità di moneta per la sua velocità di circolazione;

- f) che la domanda di moneta può trovare una spiegazione esauriente solo all'interno di una teoria generale delle scelte di portafoglio, che definisca l'equilibrio complessivo del conto capitale con riferimento a ogni forma di ricchezza, reale e finanziaria, superando la tendenza a distinguere la domanda complessiva di moneta in due componenti, l'una elastica rispetto al livello del reddito, l'altra rispetto ai tassi di interesse⁴.

Nel suo complesso, ci sembra che questo insieme di proposizioni si presti a configurare uno schema macroeconomico di base sufficientemente realistico. Vorremmo attirare l'attenzione sul fatto che esso non implica un ordine causale tra la domanda e l'offerta di moneta (a differenza di quanto accade nelle teorie postkeynesiane e in quelle del circuito monetario), né un legame di segno opposto (come quello implicitamente postulato nella *General Theory* di Keynes e, più esplicitamente, dai monetaristi e dai "nuovi keynesiani"⁵, che assumono che l'autorità monetaria sia in grado di controllare pienamente l'offerta complessiva di moneta).

La rappresentazione del funzionamento in equilibrio di un'economia monetaria in termini di un circuito lungo cui si sviluppa un flusso circolare di scambi e di pagamenti può essere considerata un espediente didattico utile per un approccio teorico di prima approssimazione. Non deve quindi meravigliare che, come tale, essa venga ampiamente utilizzata in manuali di tipo introduttivo. Ma se si vogliono descrivere e analizzare più a fondo e in modo sufficientemente realistico le principali caratteristiche di un'economia monetaria, non ci si può limitare a ragionare in questi termini. E' necessario accantonare l'idea che nel sistema circoli solo una moneta endogena di natura creditizia, creata senza vincoli di sorta dal sistema bancario, e ammettere realisticamente l'esistenza anche di moneta legale.

Una parte della moneta legale – quella emessa dalla banca centrale per finanziare un fabbisogno di cassa del Tesoro, connesso all'acquisto di beni e servizi, o al rimborso del debito pubblico, o come controvalore dell'acquisizione di valuta estera – avrà carattere esogeno (di *outside money*, secondo la nota e controversa distinzione terminologica introdotta da Gurley e Shaw), implicherà formalmente un indebitamento del settore pubblico e costituirà in un certo senso una ricchezza netta per il settore privato dell'economia⁶. L'altra parte – quella che trae origine da operazioni di rifinanziamento del sistema bancario compiute dalla banca centrale – avrà invece carattere endogeno (di *inside money*), come la moneta creditizia, e al pari di questa non costituirà ricchezza netta per il settore privato.

In tale quadro teorico, intendiamo procedere a un'analisi del problema del finanziamento dell'economia, ponendo particolare attenzione agli aspetti che riguardano la copertura del fabbisogno relativo all'attività di produzione e di accumulazione delle imprese. Cercheremo inoltre di far emergere anche per quanto riguarda i legami tra il settore reale e quello finanziario un

⁴ Con questo non si intende ovviamente mettere in dubbio il fatto che una funzione della domanda di moneta debba generalmente includere tra i suoi argomenti sia una variabile di scala che una variabile di costo.

⁵ I "nuovi keynesiani" (Stiglitz, Greenwald, Weiss, Bernanke, Gertler, ecc.) pongono un particolare accento sul finanziamento della spesa per investimenti, che fanno dipendere dalla disponibilità di credito, considerata una variabile esogena, più che dal costo del denaro. Di conseguenza, la politica monetaria implica per essi un controllo quantitativo e qualitativo del credito, piuttosto che un controllo dei tassi di interesse. Si noti la differenza rispetto alla posizione dei postkeynesiani, che ritengono il credito una variabile endogena e attribuiscono quindi minore rilievo al problema del finanziamento degli investimenti.

⁶ Di fatto, in un sistema monetario a corso forzoso questo debito del settore pubblico non sarà mai onorato, né nei riguardi dell'emittente, cioè della banca centrale, né nei confronti di chi verrà successivamente in possesso della moneta emessa. In sostanza, si è qui in presenza di una componente della ricchezza finanziaria privata cui non corrisponde alcuna passività pubblica.

approccio integrato, che consenta di ricondurre a un unico contesto analitico le decisioni di investimento e di finanziamento.

Il circuito della moneta è parte integrante di quello del reddito. Al flusso reale dei servizi dei fattori produttivi forniti dalle famiglie alle imprese corrisponde infatti un flusso di reddito monetario destinato al loro pagamento, che muove in senso contrario. Analogamente, al flusso di beni e servizi reali prodotti dalle imprese corrisponde un equivalente flusso monetario di pagamenti⁷. Vi è cioè uno stretto condizionamento reciproco tra le imprese, che non produrrebbero se non potessero poi vendere alle famiglie i loro prodotti, e le famiglie, che non potrebbero a loro volta acquistare beni e servizi finali, se non si procurassero un reddito monetario, fornendo alle imprese dei servizi produttivi.

Keynes ha delineato nel *Treatise on Money* un circuito monetario molto semplice, composto da due sottocircuiti paralleli: *a*) quello della produzione, attraverso cui le imprese, ottenuto del denaro a prestito dalle banche, acquistano dalle famiglie i servizi dei fattori produttivi; *b*) quello della spesa, attraverso cui le famiglie spendono i loro redditi monetari in prodotti delle imprese, consentendo un ritorno della moneta nella disponibilità di queste ultime, che sono così in grado di ripagare i prestiti ottenuti dalle banche (condizione richiesta affinché le imprese possano ottenere nuovo credito). E poiché nel mondo reale gli scambi non vengono regolati solo in moneta, ma anche con mezzi finanziari di altra natura, ha completato il quadro affiancando all'analisi della circolazione industriale quella della circolazione finanziaria.

Uno degli aspetti cui dovremo necessariamente dedicare una certa attenzione è quello dei rapporti tra finanza aziendale, istituzioni creditizie e accumulazione del capitale. Sotto il profilo macroeconomico, tale aspetto è ovviamente legato al manifestarsi di una dissociazione tra risparmio e investimenti. Ossia tra chi possiede delle attività finanziarie e chi controlla il capitale reale.

Di norma, in un sistema finanziario sufficientemente evoluto, i soggetti che domandano e quelli che offrono attività finanziarie non si incontrano direttamente sul mercato, ma entrano in contatto tra loro in modo indiretto, attraverso l'opera di intermediari finanziari (bancari e non bancari), la cui funzione è di conciliare le preferenze di portafoglio dei vari soggetti (debitori e creditori), facendo in modo che le spese degli uni possano essere finanziate dal risparmio degli altri. Ciò consente di ridurre gli effetti della dissociazione strutturale tra le decisioni di risparmio e quelle di investimento e di contenere la tendenza a un'espansione della domanda di moneta. Le modalità di azione di questi intermediari sono disciplinate dall'autorità monetaria, che di conseguenza, almeno in teoria, è posta in condizione di svolgere un efficace controllo sull'intero sistema finanziario.

Nel corso della trattazione, dovremo naturalmente tenere conto del fatto che la moneta è uno strumento di potere e che le istituzioni monetarie, creditizie e finanziarie dispongono di un certo grado di autonomia e possono farne uso per conseguire propri fini, anziché limitarsi ad assolvere delle funzioni puramente tecniche. Questo stato di cose complica l'analisi del problema, perché dà luogo a comportamenti che impediscono di assumere come data la struttura del circuito integrato della moneta.

Nella seconda parte dello studio, che concerne specificamente le modalità di finanziamento delle imprese e i loro rapporti con le banche e con il mercato dei capitali, intendiamo sostenere:

- 1) che le banche sono chiamate a svolgere una funzione essenziale per assicurare il finanziamento degli investimenti progettati dalle imprese;
- 2) che il finanziamento degli investimenti delle imprese è cosa sostanzialmente diversa dal finanziamento della produzione e ha luogo secondo proprie modalità specifiche;
- 3) che la possibilità per le imprese di fare ricorso per finanziarsi al credito bancario rende i loro investimenti una variabile largamente autonoma dal risparmio presente nel sistema (come ha correttamente affermato Keynes e al contrario di quanto sostengono i neoclassici);

⁷ Sulla definizione della dimensione temporale dei due flussi, cfr. Schmitt, 1975, che ritiene entrambi i circuiti istantanei (ciò che sembrerebbe annullare ogni possibilità di distinguere tra fondi e flussi). Di diverso avviso sono Parguez, 1982, e Poulon, 1982.

- 4) che tanto il credito bancario quanto il mercato dei capitali sono chiamati ad assolvere un'importante funzione sociale: quella di assicurare condizioni di efficienza allocativa, tali che i fondi disponibili nel sistema si indirizzino verso gli impieghi più produttivi;
- 5) che le modalità di determinazione del prezzo d'uso del capitale di prestito tendono a creare un conflitto di interessi tra banche e imprese;
- 6) che l'offerta di credito da parte del sistema bancario non è infinitamente elastica ai saggi di interesse vigenti sul mercato (contrariamente a quanto è sostenuto da alcuni autori postkeynesiani e dai teorici del circuito monetario);
- 7) che a causa dell'esistenza di rigidità e di asimmetrie informative, l'accesso al mercato dei capitali è di fatto una prerogativa delle grandi imprese; mentre il credito bancario è particolarmente importante per le piccole imprese, per le quali in genere rappresenta la sola fonte finanziaria esterna degli investimenti effettivamente accessibile (una circostanza che può rendere le banche arbitre del destino delle piccole imprese).

Questo secondo insieme di proposizioni può fornire a sua volta lo schema di base per una teoria del finanziamento delle imprese che si caratterizzi per l'attenzione rivolta alle relazioni che queste intrattengono con il sistema bancario; ma che non arrivi all'eccesso di considerare le banche come fonte esclusiva di finanziamento esterno delle imprese, o come soggetti in grado di creare credito dal nulla. Può cioè consentire di delineare una teoria del credito e del finanziamento sufficientemente realistica e coerente con la concezione della teoria monetaria che abbiamo in precedenza delineato.

3. L'impostazione analitica del problema.

La tecnica di analisi che impiegheremo per configurare un modello teorico del settore monetario, creditizio e finanziario dell'economia idoneo a trattare il problema della determinazione dell'offerta di moneta consiste nell'evidenziare con delle identità contabili le interazioni tra fonti e usi dei fondi disponibili, distinguendo le une e gli altri per settori operativi. Ciò che vogliamo dimostrare è che vi è un'influenza reciproca tra le principali variabili monetarie, creditizie e finanziarie che agiscono dal lato della domanda e da quello dell'offerta, determinando la struttura qualitativa del modello.

Per ognuna di queste categorie di variabili sarà sufficiente, senza perdita di generalità, prendere in considerazione un'unica coppia di grandezze, scelte tra quelle più significative: la base monetaria e il circolante tra gli strumenti monetari; i depositi e i prestiti bancari tra gli strumenti creditizi; i titoli e il rifinanziamento delle aziende di credito da parte della banca centrale tra quelli finanziari.

E' appena il caso di sottolineare che non si tratta di un modello econometrico, ma di un modello teorico di funzionamento del sistema finanziario. Non siamo infatti interessati, in questa sede, a specificare la forma delle funzioni di domanda e di offerta delle grandezze che abbiamo scelto di considerare; né a ottenere per esse delle stime empiriche.

Detta B la base monetaria, C il circolante emesso dalle autorità monetarie e in possesso del pubblico e R le riserve bancarie (obbligatorie e libere), dalla definizione di base monetaria (come moneta legale e altre attività trasformabili in moneta legale rapidamente e senza costi e utilizzabili per la costituzione di riserve bancarie) si deduce che:

$$B = C + R. \quad (1)$$

Considerato che l'offerta di moneta intesa in senso lato, M , è la somma del circolante, C , e dei depositi, D , dalla (1) segue che:

$$M = C + D = B - R + D. \quad (2)$$

Una terza identità è quella che definisce i prestiti bancari, P , come differenza tra i depositi e le riserve:

$$P = D - R. \quad (3)$$

Questa relazione individua l'offerta di prestiti e pone un vincolo di bilancio non superabile per il settore delle banche.

Poiché ogni operazione di finanziamento genera per le banche attività e passività finanziarie di pari importo, il totale delle loro attività deve essere necessariamente uguale in ogni momento al totale delle loro passività. In un sistema chiuso, ciò implica che la situazione finanziaria delle banche sia descritta dalla relazione:

$$R + P + T = D + F, \quad (4)$$

ove T sono gli impieghi bancari in titoli e F il rifinanziamento delle aziende di credito da parte della banca centrale. Il significato di questa relazione è di immediata evidenza: a fronte delle attività complessive, costituite da riserve e finanziamenti (prestiti e titoli), devono esservi delle passività corrispondenti, rappresentate dai depositi effettuati dalla clientela e dai rifinanziamenti che le aziende di credito ottengono dalla banca centrale.

Sostituendo nella (4) a R l'espressione equivalente $(B - C)$, si ha:

$$B - C + P + T = D + F, \quad (5)$$

da cui segue che

$$B + P + T = C + D + F, \quad (6)$$

che è un modo di esprimere un bilancio consolidato delle banche commerciali. Al primo membro di tale uguaglianza figurano infatti le attività monetarie e finanziarie e al secondo membro le corrispondenti passività, ossia la domanda di mezzi liquidi.

A questo punto, possiamo concludere rapidamente il nostro esercizio. Spostando e raggruppando i termini che compaiono nella (6), possiamo infatti scrivere tre identità contabili:

$$B - C = (D - P) + (F - T), \quad \text{che definisce le riserve bancarie,} \quad (7)$$

$$P - D = (C - B) + (F - T), \quad \text{che definisce la creazione di credito,} \quad (8)$$

$$F - T = (P - D) + (B - C), \quad \text{che definisce il margine utilizzato del potenziale di rifinanziamento (con anticipazioni su titoli)} \quad (9)$$

dalle quali si vede che la differenza tra ognuna di queste coppie di variabili di natura omogenea – monetarie $(B - C)$, creditizie $(P - D)$ o finanziarie $(F - T)$ – può esprimersi come somma di differenze tra le altre due coppie. Ciascuna di queste sei variabili fondamentali può essere quindi ottenuta come somma algebrica delle altre cinque.

Vi è dunque un'interazione tra queste grandezze. Questa conclusione, del resto, appare quasi ovvia, dato che esistono tra di esse degli evidenti rapporti di sostituzione: dal lato dei risparmiatori, tra depositi bancari e acquisti di titoli, e da quello delle aziende di credito, tra la provvista di mezzi

finanziari attraverso la raccolta di depositi e il rifinanziamento da parte della banca centrale, nonché tra impieghi in prestiti e in titoli⁸.

Volendo procedere oltre nell'analisi delle determinanti della domanda e dell'offerta di moneta, si possono esplicitare due funzioni di comportamento che definiscano il circolante che si trova nelle mani del pubblico e le riserve bancarie come proporzioni dei depositi. Seguendo una tradizione ormai consolidata, si assuma che esse siano:

$$C = cD \quad e \quad R = rD, \quad (10)$$

ove c indica il rapporto desiderato dal pubblico tra la base monetaria in suo possesso e i depositi tenuti presso le banche e r il rapporto desiderato dalle banche tra la base monetaria in loro possesso e i depositi ricevuti (ossia la quota desiderata di riserve obbligatorie e libere). Il valore di c sarà ovviamente tanto più basso quanto più elevato sarà il saggio di interesse corrisposto dalle banche sui depositi. Il valore di r sarà a sua volta tanto maggiore quanto più alto sarà per le banche il costo dell'illiquidità, rappresentato dal tasso di interesse da esse corrisposto sulle operazioni di rifinanziamento compiute con la banca centrale; e tanto minore quanto più alto è il tasso di rendimento dei titoli, che può essere visto come il costo-opportunità delle riserve bancarie.

L'offerta di base monetaria è in parte di natura esogena (quella che ha origine dalla bilancia dei pagamenti e dal finanziamento della banca centrale al Tesoro) e in parte di natura endogena (quella che ha origine da un preesistente indebitamento privato e passa attraverso il sistema bancario). In equilibrio, a tale offerta deve corrispondere dal lato della domanda la base monetaria in possesso del pubblico, B_p , e quella delle banche, B_b . Queste due componenti possono essere espresse, per le (10), come funzioni dei depositi:

$$B = B_p + B_b = cD + rD = D(c + r). \quad (11)$$

Da questa relazione si può ottenere il valore del moltiplicatore dei depositi bancari, $1/(c + r)$, e, con ulteriori semplici passaggi, quelli dei due moltiplicatori dell'offerta di moneta e del credito.

Questo risultato non deve tuttavia indurre a considerare l'offerta di moneta come strettamente esogena, solo perché essa è un multiplo della base monetaria, cui i monetaristi assegnano tale natura. Perfino ponendosi nell'ottica monetarista, una conclusione di questo tipo sarebbe giustificata solo se il moltiplicatore dell'offerta di moneta avesse un valore fisso, o fosse soggetto a stretto controllo da parte dell'autorità monetaria⁹. Ma se c e r sono intesi come dei parametri endogeni, i cui valori dipendono dal comportamento del pubblico e delle banche al variare dei tassi di interesse – e non come delle costanti esogene, dipendenti unicamente da fattori istituzionali¹⁰, o delle funzioni stabili di grandezze poste sotto il controllo dell'autorità monetaria (come ritengono molti monetaristi e alcuni esponenti della sintesi neoclassica) – all'offerta di moneta si deve attribuire natura solo parzialmente esogena, dato che essa viene a configurarsi come il prodotto di una variabile ritenuta esogena (la base monetaria) per un moltiplicatore endogeno. In altri termini, l'offerta di moneta appare come il risultato dell'interazione che ha luogo tra l'autorità

⁸ Meno ovvia è la possibilità che gli spostamenti nelle preferenze manifestate dal pubblico e dalle banche tra queste forme sostituibili di raccolta e impiego delle risorse finanziarie abbia degli effetti di natura reale. Nella letteratura vi è disparità di vedute sull'argomento.

⁹ In un'economia aperta agli scambi con l'estero, affinché l'offerta di moneta sia esogena occorre inoltre che i tassi di cambio siano perfettamente flessibili. Con cambi fissi, o soggetti a controllo, l'offerta di moneta presenta carattere endogeno, a meno che l'autorità monetaria sia in grado di neutralizzare gli effetti prodotti sulla quantità di moneta in circolazione da un avanzo o disavanzo nella bilancia dei pagamenti.

¹⁰ Si tenga presente che il coefficiente r non indica il rapporto di riserva minimo, imposto per legge e stabilito dall'autorità monetaria, ma quello effettivo, che risente dell'eventuale esistenza di riserve libere.

che controlla la creazione e la distruzione di base monetaria e la domanda di base monetaria espressa dal settore privato, nelle sue due componenti costituite dal pubblico (famiglie e imprese) e dalle banche. Tale conclusione rende meno meccanicistico di quanto potrebbe apparire a prima vista l'adeguamento dell'offerta di moneta alla base monetaria, quando questa viene scelta dall'autorità come variabile di controllo.

Si noti che secondo l'interpretazione avanzata dagli autori del *Radcliffe Report* (1959), ancora oggi condivisa dalle punte estreme del keynesismo, il controllo della base monetaria non rappresenta né una condizione necessaria a una regolazione dell'offerta di moneta, poiché lo stesso risultato potrebbe essere conseguito anche utilizzando altri strumenti di intervento, né una condizione sufficiente allo stesso scopo, dato che le banche potrebbero comunque rifornirsi di scorte liquide cedendo titoli in loro possesso, così da vanificare un'eventuale stretta creditizia imposta dall'autorità monetaria. Il controllo dell'offerta di moneta non è quindi visto da questi autori come un obiettivo razionale. A differenza dei neoclassici, essi non ritengono che la domanda di moneta sia sufficientemente stabile nel breve periodo. E' più logico, a loro avviso, proporsi di controllare quello che essi chiamano "lo stato di liquidità dell'economia", da cui fanno dipendere il complesso delle decisioni di spesa. Ma su questa loro conclusione possono nutrirsi dei dubbi, poiché la liquidità del sistema è una variabile a più dimensioni, che si presta male a essere definita e controllata.

Per tornare al nostro modello analitico, notiamo che se volessimo applicarlo a un determinato contesto storico, occorrerebbe esplicitare la forma delle singole funzioni che compaiono nelle varie equazioni e specificare i valori dei due parametri c e r . In altri termini, bisognerebbe trasformare il modello teorico in un modello econometrico. Cosa che però esula dalle finalità di questo studio.

Possiamo invece completare il modello, aprendolo agli scambi con l'estero. In tale contesto, il raccordo contabile tra le variabili finanziarie e quelle reali – o tra i conti finanziari delle varie categorie di operatori e il sistema della contabilità nazionale – può essere espresso in termini di flussi con una relazione che definisca il risparmio netto complessivo, cioè il saldo finanziario pari alla differenza tra il risparmio (S) e gli investimenti (I), come somma algebrica di due saldi contabili facenti capo all'operatore pubblico e al settore degli scambi con l'estero:

$$S - I = (G - H) + (X - Z). \quad (12)$$

Il risparmio netto del sistema è infatti uguale alla somma del fabbisogno finanziario del settore pubblico, $(G - H)$, e dell'accreditamento netto dall'estero, $(X - Z)$, due saldi contabili di natura esogena, che possono presentare segno positivo o negativo.

Ex post, il risparmio che si forma nel sistema deve dunque trovare il suo equivalente in una parallela accumulazione di attività – reali (investimenti fissi lordi e variazione delle scorte) e finanziarie (titoli) – o in una corrispondente riduzione di passività.

In equilibrio, quando $S = I$, il secondo membro della (12) si annulla. Deve cioè verificarsi un'uguaglianza tra il fabbisogno finanziario del settore pubblico e l'apporto netto dall'estero. Considerata *ex ante*, tale uguaglianza può essere vista come un modo indiretto di esprimere il cosiddetto vincolo di bilancio del settore pubblico, cioè la relazione tra il volume della spesa pubblica e quello dei suoi mezzi di copertura (prelievo fiscale, creazione di moneta, emissione di titoli pubblici).

In ogni singolo settore dell'economia può manifestarsi un saldo finanziario positivo o negativo tra il risparmio che in esso si forma e l'acquisizione di attività reali. Ma vi sono settori che sono sempre soggetti a un vincolo di bilancio – quelli delle famiglie, delle banche (che devono rispettare un obbligo di riserva) e il settore pubblico (che dispone però di propri canali privilegiati

di finanziamento¹¹) – e altri, come quello delle imprese, che non lo sono. O almeno non lo sono nel senso che viene comunemente attribuito alla parola “vincolo”, poiché possono accrescere senza apparenti limiti la liquidità complessiva di cui dispongono, indebitandosi nei confronti delle istituzioni finanziarie e/o facendo ricorso al mercato dei capitali.

4. Alcuni riferimenti alla storia recente delle teorie sulla moneta.

Se ci si propone di studiare l'integrazione della moneta nel sistema economico reale in un'ottica endogeneista, due gruppi di teorie monetarie rivestono particolare interesse: quelle dell'indirizzo postkeynesiano più recente¹² e quelle del circuito monetario¹³. Le une e le altre considerano la moneta uno strumento non neutrale. Ma escludono che possa manifestarsi un'offerta di moneta eccessiva rispetto al fabbisogno e non ritengono quindi necessario assoggettare tale offerta a un controllo diretto.

Per le teorie del circuito monetario, che in genere riguardano la moneta come un semplice mezzo di pagamento, la domanda e l'offerta di moneta sono due variabili di flusso. Queste teorie prescindono quindi dai cosiddetti effetti-ricchezza¹⁴ (sulla cui rilevanza pratica si possono per altro nutrire dei dubbi). Oppure ammettono che la moneta si presti a essere trattenuta come una scorta liquida, ma ritengono che questo sia un impiego non conveniente e a carattere provvisorio (una sorta di anomalia temporanea del sistema, che tenderebbe a manifestarsi solo in situazioni di grande incertezza). E talvolta semplificano ancora più il problema, assumendo che gli agenti economici mantengano in permanenza una scorta liquida di valore costante, a titolo precauzionale¹⁵. In sostanza, vi è in esse un rifiuto di prendere atto che la teoria della moneta è divenuta ormai da tempo parte di una teoria più generale delle scelte tra diverse forme di ricchezza patrimoniale, differenziate in base al rendimento e al rischio.

Sotto questo profilo, le teorie postkeynesiane appaiono più realistiche. Attribuiscono infatti sempre alla moneta il duplice carattere di grandezza-flusso (mezzo di pagamento) e di grandezza-fondo (riserva di valore, con cui fronteggiare nel breve periodo l'incertezza del futuro e compiere operazioni speculative)¹⁶. Anch'esse tendono a sottolineare l'importanza assunta dal credito sia nel

¹¹ Si pensi alle entrate tributarie, all'emissione di buoni del Tesoro e alla raccolta di depositi postali. Sul finanziamento del settore pubblico sul mercato monetario, sia consentito il richiamo a un nostro vecchio schema di riforma dell'ordinamento italiano (Cavalieri, 1976).

¹² Sulla concezione della moneta nelle varie tendenze dell'indirizzo postkeynesiano, si vedano, ad esempio, Rousseas, 1986, Arestis, 1988, Moore, 1988, e Cottrell, 1994.

¹³ Le teorie del circuito monetario sono state originariamente formulate negli anni '70 e nei primi anni '80 da alcuni autori di lingua francese - Schmitt, Parguez, Poulon - cui più tardi si sono aggiunti altri studiosi (Lavoie, Sadigh, Cencini, Ottavj, Gnos, Rasera, Friboulet, Ferrandier). In Italia, promotore e animatore di questo indirizzo teorico è stato Augusto Graziani (coadiuvato da Bellofiore, Realfonzo, Figuera, Forges Davanzati, Fumagalli, Trombetta). Su queste teorie ho già espresso in parte il mio pensiero nel corso di un dibattito con Augusto Graziani, svoltosi sulla rivista "Studi economici". Si rinvia il lettore interessato a Cavalieri, 1994 e 1996, e Graziani, 1995 e 1996b.

¹⁴ E' questa la loro impostazione più tipica del problema, riconducibile a Schmitt, 1975. In precedenza, Gurley e Shaw, 1960, avevano mostrato che l'effetto delle riserve liquide reali, inizialmente teorizzato da Pigou e poi esteso da Patinkin, non può avere luogo in un sistema con moneta di tipo interamente endogeno, se non si verifica una variazione di spesa a seguito della redistribuzione del reddito tra debitori e creditori (supposti dotati di una diversa propensione a spendere) all'interno del settore privato.

¹⁵ Si veda, ad esempio, quanto ha scritto a questo proposito Graziani, 1994, pp. 15-17 e 82-83.

¹⁶ Una terza funzione della moneta, quella di unità di conto, può essere qui trascurata, in quanto non genera né una domanda né un'offerta di moneta.

processo di creazione e circolazione della moneta sia nella redistribuzione del potere d'acquisto tra le diverse categorie di operatori. Ma pongono anche in rilievo gli effetti positivi che derivano dall'esistenza di molteplici attività finanziarie a breve, capaci di rappresentare dei validi sostituti della moneta.

Alcuni esponenti delle posizioni postkeynesiane più oltranziste nella difesa della visione endogeneista¹⁷ ritengono però che l'offerta di moneta sia infinitamente elastica rispetto ai tassi di interesse e che non possa quindi manifestarsi alcun divario tra l'offerta e la domanda di moneta. Assumono cioè che le aziende di credito siano disposte a finanziare senza limiti le imprese e possano contare a loro volta su un rifinanziamento illimitato da parte della banca centrale. La loro idea è che l'autorità monetaria, per garantire un regolare funzionamento del meccanismo dei pagamenti, tenda sempre ad assicurare al sistema bancario un sufficiente grado di liquidità, sia pure a tassi penalizzanti¹⁸.

A nostro avviso, è questa un'ipotesi priva di ogni fondamento reale, soprattutto oggi che la funzione di prestatrice di ultima istanza della banca centrale appare avviata a un definitivo superamento, per l'importanza che con lo sviluppo dei mercati finanziari hanno assunto le operazioni su titoli, con cui le banche possono fronteggiare temporanei bisogni di liquidità, senza incorrere in perdite rilevanti in conto capitale.

Sotto un profilo teorico, va rilevato che se l'ipotesi di un rifinanziamento illimitato da parte della banca centrale non è accompagnata da altre assunzioni *ad hoc*, essa comporta un'indeterminazione del livello di equilibrio dei prezzi. Anche in presenza di un'offerta nominale di moneta data¹⁹.

Mentre l'attribuzione all'offerta di moneta di un carattere strettamente endogeno va respinta, si può convenire sull'idea che nel breve periodo la moneta non sia neutrale. Ma con la consapevolezza che questa idea non costituisce ai nostri giorni patrimonio esclusivo di un singolo indirizzo di pensiero. Contro la tesi neoclassica della neutralità della moneta si sono espressi tanto i monetaristi quanto i keynesiani. Gli uni sostenendo che nel breve periodo le variazioni della base monetaria influiscono direttamente sul valore reale delle riserve liquide, inducendo i soggetti economici a reagire con modifiche della loro spesa in beni e servizi; gli altri postulando l'esistenza di un diverso meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari, che operi in modo più indiretto, passando per i tassi di interesse e il mercato dei titoli.

Su questa strada, alcuni teorici del circuito si sono però spinti anche oltre e hanno sostenuto che la moneta non solo "conta", ma conta a tal punto che senza di essa in una società capitalistica non si potrebbe nemmeno iniziare un'attività produttiva. Perché se non vi fosse la moneta sarebbe impossibile pagare anticipatamente dei salari in moneta a chi è chiamato a prestare la forza-lavoro necessaria a produrre le merci. In tal senso questi autori parlano talvolta, con

¹⁷ Alludiamo alle posizioni espresse nel rapporto Radcliffe (1959) sul funzionamento del sistema finanziario britannico e a quelle di Sayers, Kaldor e Moore, che hanno sostenuto che l'offerta di moneta ha un'elasticità infinita rispetto ai tassi di interesse di mercato e che la domanda di moneta è poco sensibile alle variazioni di tali tassi, perché dipende dalle esigenze di finanziamento dell'attività produttiva e non dal costo di provvista del denaro. Endogeneisti più moderati - come Davidson, Rousseas, Cramp, Goodhart, Wray - ammettono invece che l'offerta di moneta possa avere natura prevalentemente endogena o prevalentemente esogena, a seconda che sia riconducibile a un processo di finanziamento originato da un accresciuto bisogno di liquidità del pubblico, soddisfatto dalle aziende di credito, o ad operazioni di mercato aperto compiute dalla banca centrale.

¹⁸ Questo modo di impostare il problema riflette la tradizione britannica di un rifinanziamento quasi automatico delle *discount houses* e delle banche commerciali, attuato fissando un tasso di sconto al quale il credito viene concesso in misura molto ampia. Qualcosa di simile avviene anche in Germania, ove peraltro il rifinanziamento da parte della banca centrale è una pratica meno comune e ha luogo di regola a tassi superiori a quelli di mercato. Negli USA, il rifinanziamento non costituisce un obbligo e si accompagna in genere a un razionamento del credito. In Italia il rifinanziamento è discrezionale e viene attuato con una certa cautela e con possibilità di penalizzazioni.

¹⁹ Su questo punto, cfr. Foley, 1988, p.28.

terminologia discutibile, di una “teoria monetaria del valore-lavoro”, che fornirebbe una spiegazione del potere d'acquisto della moneta riconducibile nell'ambito della teoria classica e marxiana del valore²⁰. Di qui alla conclusione che il valore della moneta sia coerentemente espresso da una quantità di forza-lavoro e che la legge marxiana del valore sia applicabile al campo monetario il passo è breve.

Si noti che in base a questo modo di ragionare, la moneta – che per i teorici del circuito monetario ha natura esclusivamente creditizia – dovrebbe preesistere alla produzione²¹. E' questo un risultato paradossale per una teoria neomarxista, perché, ponendo la sovrastruttura bancaria prima della struttura produttiva, implica un'inversione del rapporto di precedenza logica che secondo Marx intercorre tra struttura e sovrastruttura²².

Le teorie di derivazione neoclassica, che coltivano l'idea di una sostanziale neutralità della moneta nel lungo periodo, tendono a loro volta a spostare la riflessione in tema di moneta dal momento della produzione²³ a quello, successivo, dello scambio. Esse sostengono che la quantità di moneta in circolazione non è in grado di influire sulle quantità di beni e servizi prodotte nel sistema, ma solo sui prezzi.

Per facilitare la comprensione del loro punto di vista, converrà ricordare che nel sistema teorico walrasiano, la moneta era formalmente inserita nella spiegazione del modo in cui veniva determinata la configurazione di equilibrio economico generale. Ma lo era in una maniera inessenziale, perché l'ipotesi di base di un equilibrio simultaneo su tutti i mercati e per tutti i soggetti escludeva un esborso monetario netto, che giustificasse una domanda di scorte liquide da parte di singoli operatori. La moneta – una moneta-merce – era cioè presente nel sistema, ma svolgeva la funzione di una semplice unità di misura dei valori. Questo può aiutare a capire perché nel sistema teorico di Walras la quantità di moneta risulti indeterminata e perché egli abbia finito col considerare l'introduzione della moneta come una semplificazione pratica e una complicazione teorica.

Un discorso simile vale, a nostro avviso, per le teorie neowalrasiane e per quelle di sintesi neoclassica, più aggregate, ma ispirate anch'esse a un'ottica di equilibrio, che le porta a negare alla moneta buona parte della sua giustificazione teorica²⁴.

²⁰ Cfr., ad esempio, Bellofiore, 1989. Un approccio simile era stato in precedenza prospettato, all'inizio degli anni Ottanta, da un altro filone di macroeconomia monetaria neomarxista, quello della *New Interpretation* (Duménil, Foley, Lipietz), che aveva elaborato un metodo per esprimere il valore degli aggregati monetari in termini di forza-lavoro.

²¹ Si può naturalmente obiettare che se non preesistessero delle merci, i lavoratori non potrebbero spendere i loro salari fintanto che esse non fossero prodotte. Cfr. Messori, 1985, p. 223.

²² Questo modo di ragionare non convince anche per un altro motivo. Non si può infatti definire capitalista una società se in essa non sono già inizialmente presenti dei beni capitali, prodotti dall'uomo e destinati alla produzione di altri beni. Si deve allora supporre che l'introduzione della moneta abbia luogo in una società assai più primitiva, in cui la moneta sia qualcosa di liberamente disponibile in natura (come le conchiglie), oppure sia il prodotto di lavoro non salariato, ma autonomo o servile. Ma in tal caso il collegamento che i teorici del circuito vorrebbero istituire tra valore della moneta e prezzo d'uso del lavoro verrebbe meno.

²³ Come è noto, gli economisti classici ritenevano che la moneta fosse necessaria per remunerare *ex ante* i servizi del lavoro. Secondo l'ottica neoclassica della distribuzione, invece, i servizi di tutti i fattori produttivi sono remunerati *ex post*, quando il processo produttivo si è ormai concluso, ciò che esclude la necessità di costituire in anticipo un fondo di moneta (il fondo-salari) appositamente destinato a tale scopo.

²⁴ A queste concezioni si oppongono le moderne teorie del disequilibrio riconducibili all'indirizzo neokeynesiano non-walrasiano, che assume un aggiustamento incompleto dei mercati, in presenza di vincoli di razionamento, ed è da molti ritenuto più vicino al pensiero autentico di Keynes.

5. La moneta nelle teorie del circuito monetario. Un'analisi critica.

Le teorie del circuito monetario, come quelle neoclassiche, partono dall'assunto di un mercato della moneta tendenzialmente in equilibrio. Esse ipotizzano infatti che l'offerta di moneta, cui attribuiscono natura endogena e un'elasticità molto elevata rispetto ai tassi di interesse, si adegui sempre alla domanda. In sostanza, non distinguono tra loro le due funzioni di domanda e di offerta di moneta.

Per i teorici del circuito, la moneta è un mezzo di pagamento puramente creditizio, di tipo scritturale. Viene creato *ex nihilo* dal sistema bancario, su richiesta delle imprese²⁵, che ne fanno uso per pagare i servizi dei fattori produttivi, offerti dalle famiglie²⁶. Con i redditi monetari così ottenuti, le famiglie acquistano i prodotti delle imprese, mettendo queste in condizione di restituire i prestiti alle banche. In tal modo, il circuito della moneta può chiudersi in perfetto equilibrio. Nel senso che tutta la moneta creditizia inizialmente creata dalle banche torna prima o poi nella loro disponibilità e può di conseguenza essere distrutta.

La versione originaria e più nota della teoria del circuito monetario, quella di B. Schmitt, si spinge anzi ancora più avanti, dato che considera la moneta una semplice unità di conto – un attivo-passivo di bilancio, con un saldo nullo (il che rende la moneta priva di potere d'acquisto).

Esistono però altre versioni, meno irrealistiche, delle teorie del circuito monetario, che sembrano disposte a prendere atto della presenza nel sistema economico anche di moneta legale. Ma lo fanno assegnando alla moneta bancaria un ruolo primario e relegando la moneta legale in una posizione di contorno, come se essa non fosse tecnicamente necessaria a un ordinato funzionamento del sistema monetario. Oppure attribuiscono natura endogena e creditizia anche alla moneta legale, che riguardano anacronisticamente come un debito redimibile dell'istituto di emissione.

Le conseguenze di questa impostazione appaiono in tutto il loro rilievo se si riflette sul fatto che la moneta bancaria rende possibile l'accesso al meccanismo del mercato, ma è chiaramente inidonea a svolgere la funzione di riserva di valore. Quando i prestiti sono concessi dalle banche a titolo oneroso, nessun soggetto razionale può considerare vantaggiosa la costituzione di una riserva liquida da tenere temporaneamente inattiva, utilizzando a tale scopo un'apertura di credito su cui dovrà pagare degli interessi; o rinunciando a riscuotere un accredito bancario, in presenza di possibilità di impiego del denaro più vantaggiose. Chi chiede credito, intende evidentemente utilizzarlo per finanziare delle spese.

Si noti che se si assume con i teorici del circuito che tutta la moneta in circolazione abbia natura bancaria, l'affermazione che il credito utilizzato è destinato a finanziare un corrispondente volume di spesa implica l'accettazione della legge di Say, secondo cui l'offerta di beni e servizi crea sempre la propria domanda (poiché moneta e credito vengono in tal caso a coincidere e la moneta risulta priva di un'utilità intrinseca).

Come si è detto, il circuito monetario ipotizzato da questi autori deve chiudersi con il rientro della moneta nella disponibilità delle banche che l'hanno creata, che potranno così provvedere a cancellarla dalle passività, nei loro libri contabili. Le cose però si complicano se i prestiti non possono essere interamente rimborsati, perché le famiglie non spendono tutti i loro

²⁵ Le teorie del circuito monetario non ammettono di norma un credito al consumo, a fianco di quello alla produzione. Il compito assegnato ai consumatori è solo quello di consentire con i loro acquisti un ritorno della moneta nelle casse delle imprese. Questa mancata considerazione del credito al consumo non costituisce un elemento realistico, per l'importanza che riveste il finanziamento bancario all'acquisto di abitazioni.

²⁶ Tra i teorici del circuito, Parguez e Poulon preferiscono generalmente parlare di famiglie (*ménages*), Graziani di salariati.

redditi in prodotti delle imprese e in titoli da queste emessi²⁷, ma manifestano una certa preferenza per la liquidità, o per impieghi in depositi bancari. Perché in tal caso il circuito della moneta non si chiude, le imprese restano indebitate verso le banche e il sistema entra in crisi²⁸.

D'altro canto, se si ammette l'esistenza di un mercato dei titoli in cui le famiglie possono investire i loro risparmi, finisce coll'apparire illogica proprio l'ipotesi fondamentale dei teorici del circuito, in base alla quale le imprese dovrebbero finanziare la loro attività, fin dall'inizio, con il ricorso al credito bancario (che non rappresenterebbe più per esse una necessità, ma una semplice possibilità).

La chiusura in equilibrio del circuito monetario va inoltre incontro sul piano logico a ulteriori ostacoli, se non si introducono delle ipotesi di comodo riguardanti il pagamento degli interessi sui prestiti. Se i prestiti che le imprese ottengono dalle banche comportano il pagamento di interessi, la restituzione del loro importo originario non basta a chiudere il circuito. Si rende necessaria a tale scopo un'ulteriore creazione di mezzi liquidi. Oppure si deve assumere che i prestiti in questione siano automaticamente rinnovati alla loro scadenza, per un importo maggiorato degli interessi nel frattempo maturati.

Poco convincente è anche il tentativo dei teorici del circuito di ricondurre la teoria della moneta a una presunta logica di classe – da collegare al fatto che le banche concedono di preferenza il credito alle imprese (i capitalisti), per finalità produttive, piuttosto che alle famiglie (i salariati), per anticipare certi consumi nel tempo. Questo comportamento discriminatorio delle banche si riscontra realmente, ma risponde alla logica economica. Non a una logica di classe.

A questo proposito, va anche segnalata la tendenza di alcuni teorici del circuito monetario a contrapporre la loro visione teorica (definita "eterodossa", o "critica") della scienza economica ad altre concezioni che essi respingono per motivi preanalitici (come la mancata o insufficiente attenzione rivolta al comportamento di classe dei gruppi sociali e alle disuguaglianze che ne derivano sul terreno della distribuzione della ricchezza). Vari autori, in passato, hanno sottolineato questo aspetto, che ovviamente non facilita un confronto costruttivo tra concezioni teoriche alternative²⁹.

6. Sul grado di endogeneità dell'offerta di moneta. L'opinione di Keynes.

La tesi che non solo la moneta bancaria ma anche la moneta legale emessa dalla banca centrale sia da considerare di natura creditizia – su cui si basa l'idea dei teorici del circuito e di alcuni autori postkeynesiani che tutta l'offerta di moneta abbia natura endogena e sia determinata dalla domanda – può avere senso solo se si assume che l'offerta di credito bancario non sia soggetta a razionamento. Se vi è razionamento, l'entità del credito è determinata dall'offerta, non dalla domanda³⁰.

²⁷ Se le famiglie acquistano anche titoli emessi dalle banche, il circuito monetario si chiude, ma le imprese non realizzano un livello di profitti adeguato a colmare la differenza tra risparmio e investimenti e vanno incontro a difficoltà nei loro rapporti con le banche.

²⁸ Si tratta di un processo ampiamente studiato dalla teoria marxista all'inizio di questo secolo. Basti pensare a *Das Finanzkapital* di Rudolf Hilferding, o a *Finanzkapital und Krisen* di Karl Kautsky, due scritti fondamentali per la costruzione di una teoria creditizia delle crisi, apparsi entrambi nel 1910.

²⁹ Si veda, ad esempio, Bellanca (1997), che ha parlato di una "chiave di lettura manichea".

³⁰ A questa tesi Keynes stesso aveva fatto cenno, all'inizio del *Treatise on Money*, trattando della moneta rappresentativa di un debito dello Stato. Ma per sostenere che essa era già a quei tempi storicamente superata dal passaggio da un sistema a moneta convertibile a uno a corso forzoso, in cui il debito era ripudiato.

In presenza di un obbligo di riserva, l'offerta di moneta va ritenuta solo parzialmente endogena – tanto meno endogena quanto più elevato è il rapporto di riserva. Poiché ogni variazione della quantità di moneta legale è destinata in queste condizioni a influire – attraverso il moltiplicatore monetario, che dipende dal rapporto di riserva – sull'offerta complessiva di moneta, questa può essere realisticamente considerata una variabile esogena, indipendentemente dall'entità relativa delle sue componenti. Cioè anche in presenza di una componente di moneta creditizia largamente maggioritaria. A riprova di quella "fallacia della composizione", precedentemente richiamata, che impedisce di attribuire in modo automatico a un aggregato i caratteri della componente prevalente.

Contrariamente a quanto affermano gli endogeneisti ad oltranza, l'offerta di moneta non è infinitamente elastica al saggio di interesse corrente. La sua componente bancaria – la cui entità dipende in ultima analisi dall'andamento del mercato del credito³¹ – non può crescere all'infinito all'aumentare della domanda di prestiti. La tutela dei risparmiatori richiede infatti che il credito bancario poggi su una base sicura, oggettivamente determinata.

Questa proposizione non è condivisa dagli endogeneisti, che sostengono che a livello di sistema sono gli impieghi a creare i depositi, e non viceversa. Gli argomenti che essi portano a sostegno di questa tesi sono essenzialmente di due tipi. Il primo è meramente tautologico. Consiste nel semplice rilievo che in un sistema di puro credito non vi è per ipotesi alcuna moneta che possa essere depositata, se non viene prima creata dalle banche, con un'operazione attiva³². Si assume cioè per ipotesi proprio quanto si dovrebbe dimostrare: ossia che non può esistere altra moneta se non quella creata con un impiego bancario.

L'altro argomento è che se anche si ammettesse la presenza di moneta legale, le banche che ricevono dei depositi dai risparmiatori non potrebbero compiere con essi dei prestiti, perché ogni deposito ricevuto rappresenterebbe per esse un debito. E nessuno può "prestare" un proprio debito. A questo curioso modo di ragionare si può rispondere che i depositi ricevuti non costituiscono per le banche solo delle passività, ma anche delle disponibilità di cassa, che esse possono tranquillamente prestare, osservando un vincolo di riserva. I debiti delle banche sono comunemente accettati in pagamento. Sono infatti un surrogato della moneta legale. Rappresentano quindi un potere d'acquisto, che può essere prestato.

La verità è che nel mondo reale impieghi e depositi bancari si condizionano a vicenda, nel senso che risultano entrambi determinati nell'ambito di una spiegazione più generale delle scelte tra forme alternative di ricchezza, senza che si possa attribuire con certezza una priorità logica agli uni o agli altri, così da ipotizzare una precisa catena causale. È il vecchio problema dell'uovo e della gallina, che si presenta ogni qualvolta due grandezze interagiscono sistematicamente tra loro. Non si deve quindi pensare a una catena causale infinita, grazie alla quale sia possibile soddisfare qualunque richiesta di prestiti.

Poiché l'offerta complessiva di moneta dipende sia dalla risposta delle banche alle richieste di prestiti che provengono dai loro clienti, sia dal comportamento assunto dall'autorità monetaria, occorre stabilire di volta in volta quale delle due influenze prevalga sull'altra. È evidente che se il Tesoro e la banca centrale, agendo di conserva, scelgono come obiettivo intermedio della politica monetaria il controllo della quantità di moneta in circolazione, l'offerta di moneta avrà carattere prevalentemente esogeno. Nel senso che potrà essere stabilita e modificata in modo sostanzialmente indipendente dalle condizioni della domanda di moneta (sicché il controllo sull'emissione di moneta non implicherà necessariamente anche un controllo sulla sua destinazione). Ma questa indipendenza, a nostro avviso, non potrà mai essere assoluta.

³¹ Volendo esprimersi nel linguaggio di Wicksell e di Hayek, la si può considerare funzione del divario tra il saggio di interesse naturale e quello monetario.

³² Cfr. Graziani, 1994, pp. 89-9

Se invece le autorità monetarie preferiscono attuare un controllo sui tassi di interesse, ritenendolo preferibile a quello dell'offerta nominale di moneta, quest'ultima dovrà necessariamente adeguarsi alla domanda di prestiti. La banca centrale dovrà in tal caso essere disposta a fornire all'economia, attraverso le aziende di credito, tutta la liquidità che gli operatori chiedono ai tassi in questione. Ma l'endogeneità dell'offerta di moneta può essere completa solo nel caso limite, decisamente irrealistico, in cui questa sia infinitamente elastica ai tassi di interesse di mercato³³.

Minore attenzione viene prestata dagli endogeneisti all'elasticità della domanda di moneta rispetto ai tassi di interesse. Essi considerano la preferenza per la liquidità un ambiguo espediente analitico³⁴ introdotto da Keynes per criticare la spiegazione dell'interesse come prezzo d'uso dei fondi prestabili e generalizzato in modo indebito da alcuni esponenti della sintesi neoclassica³⁵. E' questo uno dei tanti elementi che contrastano oggettivamente con la pretesa degli endogeneisti di accreditare le loro idee come un naturale sviluppo dell'analisi monetaria di Keynes. Sia pure di un Keynes dimezzato, quello del *Treatise on Money*, opera che essi contrappongono senza molto successo alla *General Theory*³⁶.

Va detto subito che questa pretesa è del tutto infondata. Del Keynes del *Treatise* questi autori si limitano in realtà ad accogliere l'idea di una "circolazione industriale" legata all'attività produttiva e finanziata essenzialmente dal credito bancario. Mentre ignorano completamente il parallelo richiamo che in tale opera Keynes fa alla "circolazione finanziaria". Non riescono così a spiegare come il circolante si distribuisca tra i due circuiti; né come si trasferisca da un circuito all'altro.

Nel *Treatise* – un libro in cui l'impostazione neoclassica è ancora assai evidente – Keynes aveva individuato tre diversi tipi di domanda di moneta, corrispondenti ad altrettante categorie di depositi: *a*) i depositi di reddito ("income deposits"), destinati a compiere pagamenti correnti, nell'intervallo di tempo che intercorre tra incassi ed esborsi; *b*) i depositi commerciali ("business deposits"), tenuti dagli operatori economici a scopo di affari; *c*) i depositi a risparmio ("savings deposits"), che non rappresentavano moneta da spendere, ma moneta da tenere, per lucrare su di essa un interesse. E aveva paragonato la moneta a una sorgente che riversi la propria acqua in due bacini distinti: quello della circolazione industriale, misurata dalle variazioni dei depositi di reddito e dei depositi commerciali legati alle transazioni correnti, e quello della circolazione finanziaria, misurata dalle variazioni dei depositi a risparmio (e di una parte minima dei depositi commerciali).

A determinare l'entità relativa dei due tipi di circolazione erano per Keynes gli orientamenti rialzisti o ribassisti manifestati dal pubblico nel breve periodo. Nel caso di posizione rialzista, i depositi a risparmio sarebbero diminuiti, per il manifestarsi di una preferenza a tenere titoli anziché depositi; mentre il contrario sarebbe avvenuto se fosse prevalso un orientamento

³³ Davidson ha proposto due criteri per distinguere l'offerta di moneta in endogena ed esogena: quello dell'elasticità dell'offerta di moneta rispetto al saggio di interesse (elasticità = endogeneità, anelasticità = esogeneità) e quello dell'indipendenza o meno della funzione dell'offerta di moneta rispetto alla domanda di moneta. Ma ha notato anche che i risultati dei due criteri non sempre coincidono.

³⁴ L'infelice definizione data da Keynes, nella *General Theory* (p. 168), è la seguente: "Liquidity preference is a potentiality or functional tendency, which fixes the quantity of money which the public will hold when the rate of interest is given". Ma in una lettera a Robertson, del 5 dicembre 1937, Keynes ha poi chiarito meglio il suo pensiero sull'argomento, precisando di volere intendere con l'espressione preferenza per la liquidità "the total demand for money for all purposes and not merely to the demand for inactive balances" (C.W., vol. XIV, p. 223).

³⁵ Alcuni autori mettono perfino in dubbio che si possa identificare una funzione di domanda di moneta che non abbia il carattere di domanda derivata, o di domanda "da immagine riflessa", che dipenda semplicemente dall'offerta di qualcosa d'altro - beni, servizi, titoli - con cui la moneta si scambia.

³⁶ Secondo i teorici del circuito monetario, il *Treatise on Money* descriverebbe "un'economia di indebitamento", mentre la *General Theory* analizzerebbe il funzionamento di "un'economia dei mercati finanziari".

ribassista. Le banche avrebbero potuto influenzare l'attività speculativa, sia compiendo direttamente operazioni sui titoli, sia variando le condizioni del credito concesso agli speculatori.

In sostanza, già allora era chiara in Keynes l'intenzione di impostare la questione del finanziamento dell'economia in termini che rappresentassero nel contempo un'alternativa alla *loanable funds theory*, la spiegazione dell'interesse basata sulla domanda e offerta di fondi prestabili, e una critica al *cash balance approach*, la versione di Cambridge della teoria quantitativa della moneta, che spostava l'attenzione dal circolante ai saldi liquidi ed era considerata valida da Keynes solo in presenza di aspettative costanti. Ma solo alcuni anni più tardi, in una serie di scritti compiuti in preparazione della *General Theory*, sarebbe divenuta evidente nel pensiero di Keynes una distinzione tra la domanda di moneta "da usare" come mezzo tecnico di scambio e di pagamento (una variabile di flusso) e la domanda di moneta "da tenere" come riserva liquida di valore (una variabile di stock).

Quanto all'offerta nominale di moneta, Keynes ha finito col considerarla nel breve periodo come una grandezza esogena – una variabile indipendente del suo sistema teorico³⁷ – ma senza precisare sufficientemente i motivi che lo inducevano ad attribuirle tale natura. Al tempo stesso, in modo alquanto contraddittorio, egli ha incluso la quantità di moneta espressa in termini reali in un gruppo di parametri – comprendenti la preferenza per la liquidità, l'efficienza marginale del capitale e le aspettative a lungo termine – che ha descritto come “non del tutto indipendenti l'uno dall'altro” (tanto che i loro valori, a suo avviso, avrebbero dovuto essere determinati risolvendo un sistema di equazioni simultanee), ma che ha poi trattato come delle variabili indipendenti³⁸. E' comprensibile che questo atteggiamento non del tutto lineare abbia potuto generare una certa confusione su questo punto tra gli interpreti del suo pensiero.

7. Moneta, credito e finanziamento delle imprese.

Moneta e credito sono due cose diverse. La moneta è un mezzo di pagamento e un'attività finanziaria, liquida ma infruttifera, atta a fungere da riserva temporanea di valore. Il credito è invece un rapporto di scambio, in cui una delle prestazioni ha generalmente entità maggiore ed è differita nel tempo rispetto all'altra.

Fintanto che il credito non viene “monetizzato”, cioè trasformato in mezzi immediati di pagamento, non è legittimo considerarlo una componente della liquidità del sistema. Esso non va quindi confuso con la moneta. Potrebbe forse apparire perfino superfluo sottolineare questo punto, se alcuni autori neoclassici non avessero generato una certa confusione tra i due concetti di moneta e credito, identificando il saggio di interesse con il prezzo d'uso dei fondi prestabili, anziché con il prezzo d'uso specifico della moneta. E se alcuni endogeneisti ad oltranza non avessero poi accresciuto la confusione neoclassica tra moneta e credito, affermando che la moneta non è altro che credito creato dal sistema bancario (e rifiutandosi di distinguere i depositi bancari dalle passività di altri intermediari finanziari).

L'origine di questa confusione va probabilmente cercata nel fatto che se una banca concede dei prestiti in forma di depositi fittizi, essa aumenta al tempo stesso una delle componenti dell'offerta di moneta e il volume del credito bancario. Ma le banche possono anche contribuire in modo indiretto ad accrescere i depositi raccolti, acquistando con la liquidità di cui dispongono

³⁷ Cfr. Keynes, C.W., vol. XIII, pp. 404-05, ove la qualifica come *an ultimate variable*.

³⁸ “But for purpose of analysis they are as distinct from one another as economic factors ever are” (Keynes, C.W., vol. XIII, p. 405). Si vedano anche un brano successivo (ibidem, p. 482), ove le tre variabili soggettive dianzi ricordate sono trattate sulla base dell'esperienza come indipendenti e contrapposte ai “given factors of the system”, che difficilmente cambiano valore nel breve periodo, e un altro passo (vol. XIV, p. 504), ove la quantità di moneta è considerata ancora una volta tra le variabili indipendenti.

attività finanziarie già esistenti, senza creare nuovo credito, e quindi senza causare un aumento dell'offerta complessiva di moneta.

Se è vero che nella realtà moneta e credito sono due cose diverse, è altrettanto vero che in un'economia come quella ipotizzata nelle teorie del circuito monetario, in cui si assume che circolino solo mezzi di pagamento costituenti delle passività delle banche, moneta e credito risulterebbero indistinguibili l'una dall'altro. Con il duplice risultato di offuscare la tradizionale distinzione tra la funzione creditizia e quella monetaria delle banche – la prima legata alla concessione di credito, la seconda alla creazione di liquidità – e di negare ogni rilevanza al problema della determinazione di un rapporto massimo, invalicabile, tra la quantità di moneta e quella del credito.

Si noti che a differenza della domanda di credito, che dipende solo dal livello dell'attività economica e da quello dei tassi di interesse, la domanda di moneta dipende anche dalla preferenza del pubblico per la liquidità. Che non è un semplice espediente analitico, frutto della fertile fantasia di Keynes; e non si manifesta solo quando l'offerta di moneta viene artificiosamente limitata.

Tra i due mercati della moneta e del credito vi è un nesso evidente. Non solo perché chi offre titoli di credito esprime in sostanza una domanda di moneta, e chi fa domanda di titoli di credito deve necessariamente offrire in contropartita della moneta, ma anche perché è sull'offerta di un certo tipo di moneta, quella legale, che poggia l'intero sistema del credito.

Il problema che sorge è, anche qui, quello di stabilire se sia individuabile o meno una direzione univoca di causalità tra le due variabili. E' la domanda di moneta a determinare l'offerta di credito bancario, dati il livello del reddito e i tassi di interesse vigenti e attesi? O è la domanda di credito a determinare, nelle stesse condizioni, la quantità di moneta in circolazione? In teoria, entrambe le ipotesi appaiono sostenibili, poiché si tratta di variabili che interagiscono tra loro. In pratica, l'elemento decisivo è il comportamento dei clienti delle banche, che possono considerare le loro scorte di moneta come una variabile cuscinetto (un *buffer stock*); o attribuire tale ruolo al proprio scoperto bancario, se decidono di lasciarlo variare, senza eccessive preoccupazioni.

Se si accetta l'idea che i mercati monetario, creditizio e finanziario interagiscono tra loro e con il mercato dei beni e servizi, il problema che si pone è quello di definire il grado di sostituzione che esiste tra la moneta, gli altri strumenti creditizi e finanziari e le variabili reali del sistema. L'interdipendenza dei mercati monetario, creditizio e finanziario con il mercato reale è pienamente riconosciuta dai monetaristi (che in base ad essa negano l'esistenza di una "trappola della liquidità", che renda inefficace la politica monetaria). Mentre non si può dire altrettanto dei keynesiani, che in genere si limitano ad analizzare la sostituibilità tra la moneta e le altre attività finanziarie al variare dei tassi di interesse e assumono che vi sia un rapporto di sostituibilità diretta tra moneta e titoli e tra titoli e attività reali, ma non tra moneta e attività reali³⁹.

Questo approccio metodologico è stato delineato da Keynes nel capitolo 12 della *General Theory*, in sede di esame della speculazione finanziaria, ed è condiviso dalla maggior parte degli autori keynesiani. Può essere ricondotto all'idea che l'entità della spesa totale in beni e servizi dipenda essenzialmente dal livello del reddito e abbia poco a che vedere con la quantità di moneta in circolazione (che potrebbe esercitare sulla spesa solo un'influenza indiretta, attraverso i suoi effetti sui tassi di interesse). Esso non spiega però a sufficienza la diversificazione del portafoglio delle attività patrimoniali. Assume infatti che ogni speculatore, in un dato momento, detenga solo titoli, o solo moneta, a seconda delle previsioni in diminuzione o in aumento che ritiene di poter formulare sulle variazioni nell'immediato futuro del saggio di interesse, da cui dipende il valore dei titoli.

³⁹ Si pensi, in proposito, al discusso schema neokeynesiano IS-LM (di cui non abbiamo ritenuto di fare uso, non avendo assunto l'intera offerta di moneta come un dato esogeno). Un'eccezione, tra i keynesiani, è rappresentata da H.P. Minsky, che ammette la presenza di un notevole grado di sostituibilità tra la moneta, la quasi-moneta e le attività reali.

L'approccio che si è descritto è stato tuttavia esteso e generalizzato da Keynes in un successivo capitolo, il 17°, della *General Theory*. In tale contesto, ispirandosi alla concezione dei tassi propri di interesse di Sraffa⁴⁰, Keynes ha tracciato le linee portanti di una teoria delle scelte finanziarie in condizioni di incertezza che potesse trovare posto in un'analisi più generale del comportamento speculativo. E ha mostrato che l'esistenza di una domanda di moneta come riserva di valore condiziona il manifestarsi di una domanda di beni capitali, perché il tasso di interesse monetario pone un limite inferiore al tasso corrente di rendimento dei singoli beni capitali (i cui prezzi devono rendere uguali i tassi propri di interesse).

Questo significa che non vi può essere una domanda di capitale reale, vecchio o nuovo, se non vi è una domanda di moneta come attività finanziaria. E dà ragione dell'incapacità delle teorie che vedono nella moneta solo un mezzo di pagamento, e non anche una riserva di valore, a trattare adeguatamente il processo di accumulazione del capitale reale.

8. Finanziamento degli investimenti e finanziamento della produzione.

Possiamo ora considerare più da vicino il problema del finanziamento dell'economia. Per comodità di esposizione, converrà partire da un esame del modo in cui il problema si configura nella versione della teoria del circuito monetario proposta da Augusto Graziani, autore che gli ha dedicato particolare attenzione⁴¹.

Graziani inizia col distinguere tra finanziamento della produzione e finanziamento degli investimenti. E con riferimento al primo, chiarisce che esso ha per oggetto la provvista dei fondi richiesti ad avviare l'attività produttiva, sia di beni di consumo che di beni capitali, e che per il complesso delle imprese si può assumere che esso riguardi il pagamento della massa salariale e trovi la sua naturale soluzione nel ricorso al credito bancario. Credito che deve poi essere restituito alle banche, quando i salari siano stati spesi e il loro controvalore sia rientrato nella disponibilità delle imprese. Graziani tende a dare per scontata tale restituzione e formula in tal senso delle ipotesi di comodo. Ma essa può diventare problematica, se sorgono ostacoli alla chiusura del circuito monetario.

Un diverso discorso richiede per Graziani il finanziamento degli investimenti. Seguendo Keynes, egli lo intende come finanziamento dell'acquisto di nuovi beni capitali – cioè di una domanda formulata e soddisfatta all'interno del settore delle imprese. Ma al contrario di Keynes, Graziani ritiene che esso abbia luogo attingendo interamente al risparmio disponibile nel sistema.

Il punto in cui la mia analisi del problema si discosta maggiormente da quella di Graziani è quando egli afferma che il finanziamento degli investimenti avviene nel momento in cui i nuovi beni capitali trovano un acquirente definitivo. Cioè al momento della loro vendita. Questa inconsueta impostazione del problema si spiega con il fatto che per Graziani il credito bancario non può concorrere al finanziamento della domanda dei beni di investimento (a differenza di quanto avviene per il finanziamento dell'offerta di tali beni, che egli ritiene assicurato proprio dal credito bancario). A suo avviso, al finanziamento degli investimenti si dovrebbe provvedere con il risparmio⁴². Mentre il credito bancario potrebbe "finanziare unicamente la domanda di scorte liquide"⁴³.

⁴⁰ Il tasso proprio di interesse di una merce è pari al tasso di interesse sui prestiti in moneta, aumentato della differenza tra il prezzo corrente e quello atteso della merce.

⁴¹ Si veda Graziani, 1988, pp. xxxiii-xxxvi, e 1994, pp. 80-85.

⁴² Per Graziani, nella teoria monetaria della produzione gli investimenti sono "sempre finanziati da risparmio equivalente" (1994, p. 84), in quanto "trovano sempre il loro finanziamento nel risparmio complessivo, volontario o forzato che sia" (ibidem, p. 152). In altri termini, egli assume che il finanziamento finale degli investimenti progettati dalle imprese possa sempre avvenire collocando sul mercato dei capitali un ammontare equivalente di titoli – una condizione che in realtà non si può dare affatto per scontata.

Questa conclusione è esattamente l'opposto di quanto affermano Keynes e i keynesiani, per i quali le banche, creando credito, possono consentire al sistema di finanziare un volume di investimenti superiore a quello dei risparmi. Su questo punto la posizione di Graziani non si discosta da quella dei teorici neoclassici dell'equilibrio macroeconomico e ricorda molto da vicino quella sostenuta all'inizio degli anni Trenta da Hayek, in un famoso dibattito che lo vide opporsi senza molto successo a Keynes e Sraffa. Anche Hayek riteneva che gli investimenti potessero e dovessero essere finanziati solo nei limiti del risparmio disponibile nel sistema. Egli pensava che una condotta di questo tipo sarebbe stata sufficiente a garantire l'equilibrio macroeconomico e che il ruolo delle banche fosse essenziale per assicurare la stabilità dei prezzi e la neutralità della moneta.

E' forse opportuno ricordare che nella sua teoria monetaria della produzione Graziani assume che i profitti delle imprese o non vengano distribuiti – ciò che impedirebbe loro di tradursi in corrispondenti redditi monetari per le famiglie e di essere spesi – o, se distribuiti, non vengano spesi per fini di consumo, ma diano luogo a un risparmio, destinato a tradursi interamente in depositi bancari e/o nell'acquisto di titoli emessi dalle imprese. Quanto ai salari, il loro importo tornerebbe alle imprese, per la parte spesa nell'acquisto di beni di consumo; mentre l'eventuale rimanenza verrebbe depositata in banca, o impiegata in titoli.

Quello che in tal modo può spiegarsi non è però il finanziamento degli investimenti, cioè il reperimento di fondi per l'acquisto di nuovi beni capitali, bensì il rientro nelle casse delle imprese che producono beni capitali del denaro che esse hanno speso a questo scopo. Un rientro di liquidità che può avere luogo non solo vendendo i beni prodotti, ma anche collocando titoli nel mercato finanziario. Graziani chiama questo rientro "finanziamento finale" delle imprese. Ma non chiarisce come esso tragga origine dal processo di generazione del reddito. Si limita a dire che esso avrebbe lo scopo di consentire alle imprese di rimborsare i prestiti ottenuti dalle banche, e lo contrappone al "finanziamento iniziale", cioè alla liquidità anticipata dalle banche alle imprese per provvedere al pagamento dei salari.

In sostanza, secondo Graziani, il finanziamento a lungo termine delle imprese verrebbe compiuto attingendo per intero a un risparmio preesistente. Il motivo è chiaro: egli ritiene che tale finanziamento possa avere luogo solo con un collocamento di titoli sul mercato finanziario. Non con un ulteriore ricorso al credito bancario, perché se le imprese contraessero nuovi prestiti con le banche, questi dovrebbero poi essere restituiti. Il che impedirebbe di riguardare il finanziamento in questione come finale. Per assicurare sia il finanziamento finale degli investimenti (o quello della produzione di beni capitali) sia la chiusura del circuito monetario, egli è quindi costretto ad assumere che il risparmio dei salariati venga speso per intero sul mercato finanziario, nell'acquisto di titoli emessi dalle imprese produttrici di beni capitali.

Questo modo di impostare il problema del finanziamento degli investimenti non riflette affatto la realtà ed è tutt'altro che keynesiano. Preclude infatti la possibilità di riguardare gli investimenti come una variabile autonoma, determinata dagli *animal spirits* degli imprenditori, e porta a confondere la domanda di nuovi beni capitali con gli impieghi del risparmio. Con il risultato di riproporre paradossalmente la nota tesi neoclassica di una priorità logica del risparmio sull'investimento, sostenuta nel 1937 da Robertson e Ohlin, contro Keynes.

E' appena il caso di precisare che gli investimenti di cui stiamo parlando sono quelli progettati, ma ancora da realizzare, o non ancora definitivamente ultimati. I soli per i quali si ponga in concreto un problema di finanziamento. Quelli realizzati devono presumersi già finanziati, sia a breve che a lungo termine, dato che i mezzi complessivamente richiesti per la copertura finanziaria dell'investimento vanno reperiti *ex ante* e non *ex post*.

Keynes riteneva che l'investimento potesse essere finanziato tanto con il risparmio quanto con fondi di altra provenienza. Lo testimonia un suo commento del 1939 a un rapporto di un comitato di esperti statistici della Lega delle Nazioni sul finanziamento della formazione lorda di

⁴³ Cfr. Graziani, 1995, p. 194.

capitale⁴⁴, in cui osservò che per accrescere i fondi disponibili a tale scopo si poteva ricorrere, oltre che al risparmio sul reddito corrente, a decumulazione di scorte monetarie precedentemente mantenute inattive (*dishoarding*) e ad espansione del credito.

In tale occasione, Keynes ricordò anche di avere introdotto in un suo precedente articolo, del dicembre 1937:

"a conception serving the same purpose as, but not identical with, that of "funds available for investment" under the name of "finance" which still seems to me to be a convenient term to use. For it covers equally the use of the revolving pool of funds to finance the production of consumption goods or (e.g.) an increased turnover on the stock exchange. In the same way the conception of the rate of interest as being determined by liquidity preference emphasises the fact that *all* demands for liquid funds compete on an equal basis for the available supply; whereas the conception of a *separate* pool of "funds available for investment" suggests that the rate of interest is determined by the interaction of investment demand with a segregated supply of funds earmarked for that special purpose irrespective of other demands and other releases of funds"⁴⁵.

Il significato di questo passo sembra chiaro. Keynes riteneva che ogni domanda di fondi liquidi, per qualunque motivo fosse effettuata, dovesse concorrere su base paritaria con tutte le altre domande di finanziamento, nell'assegnazione dei fondi disponibili. Non concepiva quindi l'esistenza a livello di sistema di un fondo separato e specifico destinato a finanziare gli investimenti. Tanto meno l'esistenza di un fondo esclusivamente basato sul risparmio⁴⁶.

Per fare fronte a variazioni della domanda complessiva di risorse finanziarie, Keynes pensava sostanzialmente a un fondo di rotazione (*revolving fund*) del credito bancario, alimentato sia dal denaro prestato dalle banche alle imprese e poi speso da queste (che sarebbe tornato in larga misura al sistema bancario, in forma di nuovi depositi), sia dal prevedibile rientro di una parte del denaro anticipato, su cui le banche finanziatrici avrebbero potuto contare a mano a mano che gli investimenti avviati grazie al finanziamento iniziale (o prefinanziamento), realizzato con la raccolta di fondi a breve termine, sarebbero stati finanziati definitivamente, con capitali a lungo termine (reperiti anche fuori del sistema bancario).

9. Il "finance motive for holding money" e l'"investment finance".

Alcuni interpreti di tendenza postkeynesiana e circuitista hanno sostenuto che l'introduzione da parte di Keynes nella teoria della domanda di moneta del motivo del finanziamento costituirebbe una prova del suo ritorno nel 1937-39 a una visione endogeneista dell'offerta di moneta. Essa testimonierebbe cioè la presenza nel percorso teorico keynesiano, in tema di moneta, di una visione altalenante tra il sistema del *Treatise on Money* (1930), innovativamente ispirato all'equilibrio tra quantità domandate e offerte di attività finanziarie, e quello della *General Theory* (1936), dominato da un'ottica di breve periodo, in cui l'offerta di moneta è trattata come una grandezza esogena, fissata dall'autorità monetaria.

⁴⁴ Cfr. Keynes, *C.W.*, vol. XIV, pp. 279-80.

⁴⁵ *Ibidem*, pp. 283-84.

⁴⁶ Nel giugno 1937, Keynes notava: "'finance' has nothing to do with saving... 'Finance' and 'commitments to finance' are mere credit and debit book entries" (*C.W.*, vol. XIV, p. 209). E nel dicembre dello stesso anno, in un altro suo articolo, egli precisava che "'finance' is essentially a revolving fund. It employs no savings. It is, for the community as a whole, only a bookkeeping transaction" (*ibidem*, p. 219).

In realtà, la tardiva introduzione da parte di Keynes, nel '37, del motivo del finanziamento va vista in una linea di sostanziale continuità con il suo pensiero precedente sull'argomento⁴⁷. Cioè come un'integrazione e specificazione non tanto della domanda di moneta per il motivo delle transazioni⁴⁸, ampiamente analizzata da Keynes nella *General Theory*, quanto della domanda di credito per lo stesso motivo, sulla quale egli non si era soffermato in quella sede. Non riguarda infatti il fabbisogno di moneta da parte delle famiglie, per finanziare i loro consumi, ma il fabbisogno di fondi liquidi da parte delle imprese, per l'acquisto di nuovi beni capitali. Un aspetto del problema che Keynes aveva in precedenza trascurato di esaminare, non senza un valido motivo⁴⁹, e su cui alcuni critici avevano richiamato la sua attenzione.

La domanda di fondi per il finanziamento dipende per Keynes dal livello progettato di attività. E' quindi costante in presenza di un livello stabile di investimento. Ma quando le decisioni di investire aumentano, il quadro cambia e il *finance motive* emerge come un movente autonomo e innovativo della domanda di mezzi finanziari. E' allora che viene in essere il *new investment finance* – o anche, più semplicemente, *new finance* (o *investment finance*) – in cui Keynes vede uno dei principali anelli di collegamento tra le variabili monetarie (la domanda complessiva di moneta) e quelle reali (la domanda di investimenti).

Il carattere peculiare del concetto di *investment finance* non può essere colto da chi interpreta il pensiero di Keynes su questo tema senza distinguere adeguatamente le esigenze di finanziamento di un'economia stazionaria (un *finance* generico) da quelle di un'economia che si sviluppa. Ed è portato, di conseguenza, ad attribuire a Keynes delle presunte incongruenze ed incertezze, che in realtà non si riscontrano nel suo pensiero su questo tema.

Ogni finanziamento di un'attività produttiva si può qualificare come *finance*. Keynes definisce il *finance* “an additional demand for liquid cash in exchange for a deferred claim”⁵⁰. Cioè, sostanzialmente, una domanda di moneta creditizia. Ma l'*investment finance* è per Keynes qualcosa di più specifico, che egli descrive come un caso particolare (“a special case of the finance required by any productive process”)⁵¹. E' cioè quella parte del *finance* complessivo che serve alle imprese per prefinanziare gli investimenti durante il periodo che intercorre tra la loro progettazione e la loro esecuzione, in attesa di reperire sul mercato dei capitali dei fondi a più lungo termine. I fondi destinati a finanziare la produzione corrente sono *finance* anch'essi, ma non sono *new* o *investment finance*.

Il prefinanziamento degli investimenti serve a procurare in anticipo i mezzi finanziari richiesti per generare un reddito che potrà venire in essere solo in un momento futuro. Ed è una pratica che trova ampia conferma nell'esperienza storica delle banche di affari. Si pensi alle *merchant banks* inglesi, alle *investment banks* americane, alle *Kreditbanken* tedesche e alle banche francesi di credito mobiliare, tutti istituti che non solo investono capitale nelle imprese ma in

⁴⁷ Lo si deduce chiaramente da una lettera di Keynes in risposta a un critico (E.S. Shaw): "My recent article in the *Economic Journal* did no more than emphasise a little more than formerly, in the hope of helping some of my critics, the fact that the finance required by the planning of activity was one of the ways, by no means negligible, in which changes in the level of activity affected the demand for liquid resources, a factor which had always played a prominent part in my theory. Substantially my theory is exactly what it was when I first published my book" (C.W., vol. XXIX, p. 280-81).

⁴⁸ Così hanno interpretato il *finance motive* Shackle e Davidson; mentre altri autori, come S. Weintraub e Minsky, lo hanno ricondotto a una domanda di moneta volta a fare fronte a spese previste ma ancora lontane nel tempo, assimilabile per certi aspetti alla domanda a scopo precauzionale.

⁴⁹ Il motivo per cui l'attenzione di Keynes non si era soffermata sullo stock di capitale fisico è che egli intendeva limitare la sua analisi al breve periodo, in cui la dotazione di capitale reale è fissa, per definizione.

⁵⁰ Cfr. Keynes, C.W., vol. XIV, p. 209-10.

⁵¹ Cfr. Keynes, ibidem, p. 208.

qualche modo partecipano anche attivamente alla loro gestione. Si tratta infatti di banche che seguono le imprese da vicino, fintanto che queste, crescendo, acquisiscono buone prospettive di sviluppo, che consentono alle banche finanziatrici di organizzare per loro conto il reperimento sul mercato dei capitali di fondi a più lungo termine. In sostanza, le banche di affari – nonché quelle “universali”, o “miste”, che praticano tanto il credito commerciale quanto quello industriale – oltre a fornire alle imprese un indispensabile finanziamento iniziale, si prestano in seguito a svolgere la funzione di *brokers*, per promuovere la sottoscrizione da parte del pubblico di azioni delle imprese. E garantiscono il buon esito del finanziamento finale degli investimenti, impegnandosi a fornire esse stesse alle imprese il credito a lungo termine necessario ad integrare i fondi reperiti a tale scopo sul mercato dei capitali, se questi non risultano sufficienti, per lo scarso interesse che i risparmiatori possono mostrare a sottoscrivere i titoli che vengono loro offerti.

Un altro punto in cui la costruzione teorica di Graziani non ci pare condivisibile è quello in cui egli afferma che "all'avvio dell'attività produttiva, ogni impresa abbia l'esigenza di prefinanziare per intero i costi di produzione"⁵². In realtà, è vero proprio il contrario. Una volta che l'investimento iniziale sia stato finanziato e realizzato, e che sia stato superato il periodo iniziale “di gestazione”, in cui esso comporta dei costi ma non dà ancora luogo a dei ricavi, le spese correnti di esercizio e quelle destinate ad accantonare le quote di ammortamento del capitale fisso potranno essere coperte giorno per giorno con i ricavi lordi correnti. Quando viene correttamente calcolato, il vincolo finanziario cui è soggetto chi compie un investimento interessa solo il costo iniziale di costruzione dell'impianto. In genere, non vi è alcun motivo per estenderlo ai costi correnti⁵³.

10. Considerazioni conclusive e implicazioni per l'efficacia della politica monetaria.

La possibilità di individuare una connessione sistematica tra la teoria della moneta e una teoria del finanziamento si configura in modo corretto solo se si riconosce: *a)* la presenza di un obbligo di riserva imposto alle banche; *b)* che l'offerta di moneta non è infinitamente elastica ai tassi di interesse vigenti sul mercato; *c)* che vi sono imprese (le più grandi) per le quali il credito bancario non rappresenta l'unica possibilità di finanziamento esterno; *d)* che esiste un legame organico tra i tassi di interesse sui depositi, sui prestiti e sui titoli. Le prime due condizioni non sono soddisfatte da teorie monetarie attestate su posizioni strettamente endogeneiste; le altre due dalle teorie che si limitano a considerare il circuito della moneta creditizia e trascurano le ulteriori possibilità di finanziamento esterno delle imprese legate all'esistenza di un mercato dei capitali.

Per quanto riguarda, in particolare, il circuito della moneta, la nostra analisi ha permesso di chiarire:

- 1) che occorre distinguere tale circuito da quello del credito, perché moneta e credito sono due cose diverse;
- 2) che nel circuito monetario non esiste una direzione univoca di causalità che muova dalla domanda all'offerta di moneta e conferisca a quest'ultima natura esclusivamente endogena;
- 3) che il sistema bancario non può creare moneta creditizia dal nulla e senza alcun limite di quantità, così da assicurare sempre un equilibrio tra domanda e offerta di moneta;
- 4) che domanda e offerta di moneta sono due variabili che interagiscono necessariamente tra loro e con le grandezze reali del sistema;
- 5) che vi è una stretta connessione tra il mercato della moneta e quelli di altre attività meno liquide, che concorrono con la moneta ad alimentare la circolazione finanziaria;

⁵² Graziani, 1995, p. 187.

⁵³ Fanno eccezione i soli investimenti di tipo *multipoint-input point-output*, nei quali si sopportano costi di esercizio, ma non vi sono ricavi correnti. In proposito, cfr. Cavalieri, 1964, pp. 64-65.

6) che il credito bancario alle imprese non ha il compito di sostenere una generica domanda di scorte liquide, ma è chiamato a svolgere un ruolo specifico nel prefinanziamento degli investimenti; e, quando occorre, nel loro finanziamento definitivo.

Di questi sei punti, i primi tre rappresentano delle critiche di fondo rivolte alle teorie del circuito monetario e alle posizioni postkeynesiane più spinte in tema di endogeneità della moneta, su connotati distintivi che appaiono cruciali ai fini di una loro accettazione o di un loro rifiuto. I tre punti successivi possono invece considerarsi come delle proposte avanzate da chi scrive per migliorare la capacità descrittiva di alcune delle teorie in questione, senza alterarle sostanzialmente (e senza per questo giungere a modificare il giudizio complessivo espresso su di esse).

In alternativa alle teorie che attribuiscono natura interamente endogena all'offerta di moneta, e in linea con la tradizione postkeynesiana più significativa, si è sostenuto che non si deve riconoscere carattere endogeno a tutta la moneta, ma solo alla moneta creditizia e a una parte della moneta legale (quella "interna", che non ha origine dalla necessità di finanziare un debito dello Stato, ma viene emessa dalla banca centrale nell'ambito della sua attività di rifinanziamento del sistema bancario, in contropartita dell'acquisizione di titoli di credito privati, compiuta con operazioni di sconto e anticipazioni)⁵⁴.

Si è anche sostenuto che l'offerta di moneta che ha indiscutibilmente carattere endogeno non è quella nominale, ma quella reale. Cioè l'offerta nominale divisa per il livello generale dei prezzi. O, se si preferisce, il prodotto della quantità offerta di moneta per la sua velocità di circolazione. Naturalmente, ciò contribuisce a rendere incerta l'efficacia reale di una politica monetaria basata sul controllo dell'offerta nominale di moneta. Ma non si può pensare di ovviare a questo inconveniente sostituendo come variabile di controllo l'offerta nominale con l'offerta reale di moneta. Quest'ultima, non ostante la sua maggiore stabilità (dovuta al fatto che le variazioni della velocità di circolazione della moneta tendono a verificarsi in direzione opposta a quelle dell'offerta nominale, se non muta la preferenza del pubblico per la liquidità), non può essere assunta come variabile di controllo, se non si è in grado di prevedere con sufficiente certezza l'andamento dei prezzi.

Le implicazioni di politica economica della nostra analisi sono evidenti. Dall'idea che l'intera offerta nominale di moneta, e non solo la sua componente di moneta legale, sia una variabile di natura prevalentemente esogena, controllabile nel breve periodo dai responsabili della politica economica, discendono due principali conseguenze. La prima, del tutto ovvia, è la possibilità di esprimere in termini di tale grandezza l'obiettivo intermedio della politica monetaria (a prescindere dalla convenienza o meno di scegliere tale linea di azione, che può essere accertata in base alla maggiore o minore stabilità della domanda di moneta, e comunque nella consapevolezza che il controllo dell'offerta di moneta non può mai essere perfetto, poiché l'autorità non è in grado di stabilire il valore del moltiplicatore monetario). La seconda conseguenza è l'osservazione che quando l'offerta nominale di moneta è considerata una variabile strumentale da manovrare per il conseguimento di un obiettivo reale, il riequilibrio monetario del sistema finisce col gravare sugli aggiustamenti della domanda di moneta. Sia pure indirettamente, attraverso i suoi effetti sui tassi di interesse, il controllo dell'offerta di moneta implica dunque delle variazioni della domanda.

L'ipotesi di un'offerta di moneta regolata dalle autorità prescindendo interamente dalle esigenze di liquidità del mercato appare tuttavia poco realistica. Direi che essa configuri solo un improbabile caso teorico, che non trova alcun supporto nella letteratura. Perfino le proposte dei monetaristi per l'adozione di una regola fissa di espansione monetaria, in presenza di una velocità

⁵⁴ Come è noto, per riconoscere alla moneta carattere non neutrale è sufficiente la contemporanea presenza nel sistema di moneta interna ed esterna. La proporzione in cui l'offerta di moneta si ripartisce tra la componente interna e quella esterna influisce infatti sui prezzi relativi (fa eccezione solo il caso, di interesse puramente teorico, di variazioni equiproporzionali dei due tipi di moneta, tali da mantenere invariato il loro rapporto, in assenza di operazioni di mercato aperto e di effetti redistributivi). A conferma che l'esistenza di effetti-ricchezza non è una condizione necessaria all'efficacia reale della politica monetaria.

di circolazione sufficientemente stabile, vanno nella direzione di mantenere all'offerta nominale di moneta un certo grado di elasticità.

Ma non meno irrealistica, e lontana dal pensiero di Keynes, è l'assunzione diametralmente opposta – quella che l'offerta nominale di moneta sia una variabile strettamente endogena, dotata di un'elasticità infinita ai tassi di interesse di mercato. Un'impostazione di questo tipo non ha, a mio avviso, alcuna giustificazione teorica. E produce effetti molto gravi, perché toglie ogni efficacia alla politica monetaria e rende indeterminato il livello di equilibrio dei prezzi. Molti autori la considerano un'ipotesi di lavoro poco interessante, perché pensano che un'offerta nominale di moneta interamente endogena non ponga seri problemi teorici, dato che implica un equilibrio monetario stabile del sistema⁵⁵.

Se la domanda di moneta non è ritenuta del tutto insensibile alle variazioni del costo del credito (cioè se si esclude che la curva LM sia verticale), resta aperta – in alternativa a una regolazione dell'offerta nominale di moneta, o di un'altra variabile di quantità (come il credito bancario, il credito totale interno, o il totale delle attività finanziarie) – la possibilità di indirizzare nel breve periodo la politica monetaria al controllo di un tasso di interesse strategico. Sotto un profilo teorico, questa linea di condotta può apparire particolarmente indicata quando la domanda di moneta è ritenuta instabile e molto elastica rispetto ai tassi di interesse. E merita attenzione, perché l'offerta nominale di moneta è destinata a perdere in tali circostanze quel carattere di grandezza di natura prevalentemente esogena che le avevamo in precedenza riconosciuto. Una volta fissato un tasso di interesse strategico – come il tasso ufficiale di sconto, o quello del mercato monetario – le autorità monetarie, per coerenza, devono essere disposte a fornire al sistema economico tutta la base monetaria che esso chiede a tale tasso.

L'adozione di un tasso di interesse nominale come parametro d'azione dell'autorità monetaria può costituire un'opzione valida non solo in presenza di cambi fissi, o amministrati – e in assenza di una compensazione da parte della banca centrale degli effetti che l'esistenza di un eventuale saldo attivo o passivo della bilancia dei pagamenti tende a determinare sulla quantità di moneta in circolazione all'interno del paese⁵⁶ – ma anche in regime di cambi flessibili (quando l'offerta nominale di moneta può essere più facilmente controllata, perché non risente dell'andamento dei conti con l'estero, il cui equilibrio viene conseguito automaticamente, attraverso le variazioni del tasso di cambio).

La scelta tra una politica di controllo della quantità di moneta, di tipo monetarista, e una politica di controllo dei tassi di interesse a breve termine, di stampo neokeynesiano e postkeynesiano, dipende da vari elementi. A nostro avviso, essa risente più delle convinzioni teoriche che si nutrono sulla natura esogena o endogena dell'offerta di moneta e sui meccanismi di trasmissione degli impulsi monetari alle variabili reali, che di quelle relative alla posizione reciproca delle curve IS e LM e alle loro diverse elasticità rispetto al reddito e ai tassi di interesse. Ma è importante anche l'identificazione del settore dell'economia che si ritiene più soggetto a impulsi destabilizzanti. Se il settore reale dell'economia è considerato particolarmente instabile, è opportuno che la scelta dell'autorità monetaria si indirizzi al controllo di una variabile quantitativa, perché in tal caso gli *shocks* casuali sul mercato dei beni tenderanno a scaricarsi sui tassi di interesse, anziché incidere sui livelli di produzione. Quando l'offerta di moneta è mantenuta costante, un eventuale aumento della domanda aggregata finisce infatti col venire compensato

⁵⁵ Significativa ci sembra, in proposito, la seguente osservazione di un autorevole studioso: "Se per avventura si dovesse arrivare alla convinzione che la moneta non è esogena (e controllabile) ma endogena; in particolare se si dovesse ritenere che il sistema possiede un'offerta di moneta infinitamente elastica, capace di soddisfare in ogni momento le necessità degli operatori, si dovrebbe coerentemente concludere che la moneta costituisce un problema di nessuna o comunque di scarsa importanza per l'analisi economica" (D'Adda, 1984, p. 433).

⁵⁶ In tali circostanze, la creazione o distruzione di base monetaria diventa interamente endogena, perché ne viene neutralizzata la componente esterna. Se la compensazione dell'afflusso o deflusso di riserve di valuta non ha luogo, le variazioni nel saldo dei conti con l'estero si riflettono sull'offerta di base monetaria, che varia nello stesso senso della bilancia dei pagamenti.

almeno in parte da un rialzo dei tassi. Se al contrario è ritenuto più instabile il settore finanziario dell'economia, per la frequenza e la gravità dei disturbi che tendono a colpire la domanda di moneta, è preferibile fissare esogenamente a un livello dato il tasso di interesse monetario, da cui dipende la domanda di moneta, perché in tal modo possono essere parzialmente neutralizzati gli effetti reali delle variazioni che intervengono nella velocità di circolazione della moneta.

Per quanto riguarda le conseguenze sul finanziamento dell'economia, l'attribuzione alla moneta di una natura mista, in parte esogena e in parte endogena, porta a riconoscere che nel finanziamento delle attività produttive assumono un ruolo di primo piano sia il comportamento delle autorità monetarie sia quello delle banche. Le prime, con la loro offerta di moneta, sono in grado di modificare in modo diretto la liquidità del sistema (parte della quale affluisce sul mercato dei capitali). Le seconde, con la loro offerta di credito, condizionano in larga misura l'attuazione degli investimenti delle imprese, che non trovano un limite invalicabile nella disponibilità di risparmio, ma nella capacità delle banche di creare credito.

Riferimenti bibliografici:

ARESTIS, P. (1988), *Post-Keynesian Theory of Money, Credit and Finance*, in Idem, a cura di, *Post-Keynesian Monetary Economics*, Elgar, Aldershot.

BELLANCA, N. (1997), *Teoria e storia del circuito monetario*, "Il Ponte", vol. 53, n. 7, luglio, pp. 123-27.

BELLOFIORE, R. (1989), *A Monetary Labor Theory of Value*, "Review of Radical Political Economics", vol. 21, n. 1-2.

CAVALIERI, D. (1964), *Profilo di una teoria pura dell'investimento*, Giuffrè, Milano.

----- (1976), *Il finanziamento del Tesoro sul mercato monetario. Una proposta di riforma dell'ordinamento vigente*, "Economia Pubblica", n. 10-11, ottobre-novembre, pp. 403-12.

----- (1994), *La teoria monetaria della produzione di Keynes e i teorici del circuito: a proposito di un libro di Augusto Graziani*, "Studi Economici", n. 54, pp. 133-52.

----- (1996), *Sullo statuto teorico dell'offerta di moneta: un dibattito con Augusto Graziani*, "Studi Economici", n. 59, pp. 99-126.

COTTRELL, A. (1994), *Post-Keynesian Monetary Economics*, "Cambridge Journal of Economics", dicembre, pp. 587-605.

D'ADDA, C. (1984), *Recenti sviluppi nella teoria monetaria*, "Economia Politica", vol. 1, n. 3, pp. 429-56.

FOLEY, D.K. (1988), *A Microeconomic Model of Banking and Credit*, in B. Jossa e C. Panico, a cura di, *Teorie monetarie e banche centrali*, Liguori, Napoli, pp. 11-29.

GRAZIANI, A. (1988), *Il circuito monetario*, in A. Graziani e M. Messori, a cura di, *Moneta e produzione*, Einaudi, Torino, pp. xi-xliii.

----- (1994), *La teoria monetaria della produzione*, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Arezzo.

----- (1995), *A proposito di un articolo di Duccio Cavalieri*, "Studi Economici", n. 55, pp. 181-97.

----- (1996b), *Seconda replica al Prof. Cavalieri*, "Studi Economici", n. 59, pp. 127-38.

GURLEY, J.G. e SHAW, E.S. (1960), *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution, Washington.

KEYNES, J.M. (1973-83), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, a cura di D. Moggridge, per la Royal Economic Society, Macmillan e Cambridge Univ. Press, London-Cambridge.

MESSORI, M. (1985), *Le circuit de la monnaie: acquis et problèmes non résolus*, in R. Arena e A. Graziani, a cura di, *Production, circulation et monnaie*, P.U.F., Paris.

MOORE, B.J. (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge Univ. Press, Cambridge.

PARGUEZ, A. (1982), *La monnaie dans le circuit ou le voile déchiré*, "Economie Appliquée", vol. 35, n. 3.

POULON, F. (1982), *Macroéconomie approfondie. Equilibre, déséquilibre, circuit*, Cujas, Paris, 1982.

ROUSSEAS, S.W. (1986), *Post-Keynesian Monetary Economics*, Sharpe, Armonk, N. Y., Macmillan, London, 2a ed. 1992.

SCHMITT, B. (1975), *Théorie unitaire de la monnaie, nationale et internationale*, Castella, Albeuve, trad. it. a cura e con introduzione di S. Figuera, Liguori, Napoli, 1993.