LE DIMENSIONI DELLA MONETA: UNA REPLICA

di Duccio Cavalieri

1. In un suo articolo pubblicato recentemente su questa rivista, il prof. Alberto Zanni mi attribuisce la strana idea che si possano sommare tra loro un flusso e un fondo di moneta – cioè due grandezze dimensionalmente diverse – e la convinzione che J.M. Keynes lo abbia fatto nel suo *Treatise on Money*. Zanni chiama questa proposizione la "tesi di Cavalieri" (titolo del paragrafo 5 del suo articolo) e nel resto del suo scritto si propone di evidenziare che tale tesi è erronea e che io sarei incorso in uno spiacevole "misunderstanding" (così lo definisce nell'*abstract* in inglese a p. 158).

Riporto le parole iniziali di Zanni: "In un saggio notevole di teoria monetaria Duccio Cavalieri (1999) per ben due volte si esprime nel senso che la quantità di moneta *M'* è una grandezza flusso mentre *M"* è una grandezza stock" (p. 247). Non vedo come possa affermarlo. Non ho mai scritto, né pensato, quanto egli mi attribuisce: cioè che *M'* ha la dimensione di un flusso, mentre *M"* è uno stock (basti dire che in quel mio saggio, che conteneva un modello di funzionamento del sistema finanziario, non appaiono né *M'* né *M"*, o altre variabili aventi analogo significato). Ho anzi sempre sostenuto il contrario, come testimoniano tutti i miei lavori su questo tema. Mi sia consentito di richiamare un brano inequivocabile tratto da un mio testo di macroeconomia (Cavalieri, 2004a): "*La domanda di moneta è quindi una relazione di fondo; non di flusso. E' richiesta di un tipo particolare di scorte*" (p. 165).

Zanni precisa di riferirsi a quanto avevo scritto a p. 60 e a p. 69 di quel mio articolo. Ma ha preso un abbaglio. Giudichi il lettore. A p. 60 avevo detto: "Sotto questo profilo, le teorie postkeynesiane appaiono più realistiche [delle teorie del circuito monetario]. Attribuiscono infatti 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)". A p. 69, riferendomi a Keynes, avevo scritto: "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)". E' appena il caso di aggiungere che non attribuivo a Keynes l'intenzione di sommare tra loro un flusso e uno stock.

La domanda di moneta è per Keynes una domanda di riserve liquide: riserve attive, cioè depositi destinati a finanziare attività produttive, e riserve inattive, ossia depositi destinati a finanziare fondi precauzionali e attività speculative. Come è noto, a fini analitici, Keynes separava una "circolazione industriale", legata ai pagamenti correnti, che considerava funzione stabile del reddito, da una "circolazione finanziaria", legata al rendimento dei titoli e assai più instabile. E non le sommava tra loro.

Il senso del mio discorso era dunque ben diverso da quello che Zanni gli ha attribuito, incorrendo in un equivoco, che avrebbe facilmente potuto evitare, se mi avesse manifestato la sua intenzione di scrivere una nota sul modo erroneo in cui egli riteneva che io avessi trattato l'argomento (ci conosciamo da trent'anni). Quel mio articolo aveva come oggetto il circuito monetario e alcune teorie che lo descrivono. Teorie che considerano la moneta come un mezzo di pagamento privo di utilità intrinseca e non come un'attività finanziaria che si presti a essere tenuta come riserva di valore. Quanto dicevo sulla domanda di moneta come flusso e come fondo (uso genericamente tale

termine, come sinonimo di *stock*) era volto a porre l'accento, criticamente e propositivamente, su un importante elemento di distinzione tra indirizzi teorici che concepiscono la domanda di moneta rispettivamente come un flusso (*flow demand for money*) e come un fondo (*stock demand for money*). Una distinzione ben nota nella letteratura, che ho avuto occasione di richiamare anche in un recente articolo su questo argomento (Cavalieri, 2004b).

2. Zanni ricorda (a p. 248) che per Marshall la domanda di moneta è "pari alla somma di due componenti: una prima componente è definita come una frazione del reddito annuale, una seconda componente è definita come una frazione della ricchezza". Cosa che Zanni esprime con la seguente relazione: $M_d = M' + M'' = k'Y + k''R$, ove k' e k'' sono due parametri moltiplicativi che indicano delle giacenze di cassa. Egli considera tale relazione una fedele traduzione del pensiero espresso da Marshall in *Money, Credit and Commerce*. Aggiunge di presumere che per Marshall la ricchezza R abbia la stessa dimensione temporale del reddito Y (quella di un flusso annuo), e sulla base di tale presunzione, non motivata, conclude che i due addendi hanno la stessa dimensione e che "cade la contrapposizione dimensionale di Cavalieri".

E' un ragionamento del tutto illogico. Se la presunzione di Zanni fosse esatta, non si capirebbe perché Marshall abbia distinto le due componenti di M_d. La distinzione marshalliana ha un senso compiuto solo se nella formula della domanda di moneta la variabile Y sta a individuare la ricchezza intesa come flusso (reddito) – come avviene nell'equazione quantitativa di Cambridge, o equazione delle riserve liquide (*cash balances equation*) $M = kY$, ove k è la giacenza media complessiva di cassa – mentre R indica la ricchezza intesa come fondo patrimoniale (*property*).

Ma allora, ci si chiederà, Marshall – "un matematico" – sarebbe incorso nello stesso puerile errore che Zanni mi attribuisce: quello di voler sommare due grandezze dimensionalmente non omogenee (come gli spilli e i trattori). Per rendersi conto che non è così – e che, per parte mia, non mi dovrò coprire il capo di cenere – basta considerare la natura dei due parametri k' e k'', che nella formula di Marshall moltiplicano rispettivamente le due variabili Y e R. Essi indicano la sensibilità in termini reali rispetto al reddito e alla ricchezza patrimoniale delle due componenti della domanda di moneta. Sono cioè l'inverso di due distinte velocità di circolazione della moneta: quella della moneta liquida e dei depositi a breve, o di conto corrente, rispetto al reddito, che è più elevata, e quella, assai ridotta, dei depositi a medio e lungo termine (la "semimoneta", o "semiliquidità", di Zanni), rispetto alla ricchezza patrimoniale.

3. Quale 'dimensione' hanno i due parametri k' e k''? Non quella di un numero puro – di una percentuale – ma quella, temporalmente definita, di una *giacenza media di cassa*. Essi indicano le quantità reali domandate di moneta e di semimoneta, per unità di prodotto.

Consideriamo ora le dimensioni delle due componenti della domanda di moneta, $M' = k'Y$ e $M'' = k''R$, nella formula marshalliana. Nel primo caso, abbiamo il prodotto di una giacenza media di cassa per un flusso. Il risultato, con buona pace di Zanni, è un fondo. Nel secondo caso, abbiamo il prodotto di una giacenza media di cassa per un fondo. Il risultato è anche qui un fondo. Siamo in presenza di due *stocks medi* di moneta. 'Medi' perché riferiti non a un singolo momento, ma a un certo periodo di tempo.

Naturalmente, è sempre possibile, volendo, scrivere la domanda di moneta come un flusso, invece che come un fondo. Per esempio, se si indica con g il tasso istantaneo di crescita del flusso di reddito Y, la domanda di moneta può essere espressa in ogni istante di tempo come somma delle due derivate delle riserve (R) e dei depositi (D) rispetto al tempo. Ossia come $gk'Y = dR/dt + dD/dt$. La domanda complessiva di moneta risulterà espressa, anche in tal caso, da una somma di termini omogenei (due integrali definiti). Ma si tratta di flussi, non di fondi.

4. Qualora si voglia tenere conto delle motivazioni soggettive della domanda di moneta, si può completare, come ha fatto Keynes, l'equazione quantitativa di Cambridge, aggiungendo alla domanda di moneta kY, espressa come funzione del reddito e comprendente le due componenti

dovute ai motivi delle transazioni e della precauzione, un'ulteriore componente $L_s(i)$, che indichi la domanda di moneta per speculazione, inversamente correlata al saggio di interesse. La principale conseguenza è la scomparsa della semplice relazione di proporzionalità tra la domanda di moneta e il reddito monetario, postulata dalla teoria quantitativa della moneta.

Keynes ha anche chiarito che ai tre moventi che spingono gli individui a formulare una domanda di moneta per transazioni, precauzione e speculazione, da lui descritti nella *General Theory*, se ne può aggiungere un quarto: il *finance motive for holding money*, o motivo della "nuova finanza" (*new finance*), rappresentato dalla domanda di moneta compiuta dalle imprese per prefinanziare con credito bancario a breve termine (un *revolving fund*, che tende a ricostituirsi continuamente nel corso del tempo) degli investimenti reali, in attesa di reperire sul mercato dei capitali i finanziamenti a lungo termine che consentiranno l'avvio dell'investimento.

Nel mio articolo ricordavo che alcuni autori postkeynesiani distinguono nella domanda di moneta una domanda di mezzi finanziari compiuta dalle imprese, per procurarsi i servizi dei fattori necessari allo svolgimento del processo produttivo, e una domanda di scorte effettuata da altri soggetti per i tre motivi delle transazioni, della precauzione e della speculazione; mentre altri autori preferiscono distinguere sotto l'aspetto funzionale tra una domanda di moneta "da usare", come mezzo tecnico di pagamento, e una domanda di moneta "da tenere", come riserva di valore. E notavo "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 di moneta in due componenti, l'una elastica rispetto al livello del reddito, l'altra rispetto ai tassi di interesse" (Cavalieri, 1999, pp. 50-51).

Riferimenti bibliografici:

Cavalieri, D. (1999), Il circuito della moneta e il finanziamento dell'economia. Un'analisi teorica, *Studi e Note di Economia*, n. 3, pp. 45-84.

– (2004a), *Corso di economia politica*, volume secondo, *Analisi macroeconomica*, Giuffré, Milano (quinta edizione).

– (2004b), On Some Equilibrium and Disequilibrium Theories of Endogenous Money: A Structuralist View, *History of Economic Ideas*, vol. XII, n. 3, pp. 51-83.

Zanni, A. (2005), Le dimensioni della moneta, *Economia Politica*, vol. XXII, n. 2, pp. 247-258.

Summary: On the Dimension of Money: A Reply to Zanni (J.E.L. E41).

This is the author's reply to an article written by Alberto Zanni on *The Dimension of Money*, published in the last issue of this journal, unfortunately based on a wrong opinion erroneously attributed to the present writer. But the subject of this article has a theoretical interest in itself.

Duccio Cavalieri è professore ordinario di Economia politica presso l'Università di Firenze, Facoltà di Giurisprudenza, Dipartimento di Scienze Economiche, Polo delle Scienze Sociali, Via delle Pandette, 9, 50127 Firenze; e-mail: d.cavalieri@unifi.it.