

PAOLO SAVONA

LA MONETA DI KEYNES:
UNA RIVOLUZIONE CONSEGNATA ALLA STORIA?

Oggetto e metodo della comunicazione.

Uno degli ultimi esegeti di Keynes, A. Leijonhufvud, il cui studio è divenuto un punto di riferimento del riesame di quella che è stata definita « la economia keynesiana » per distinguerla da « l'economia di Keynes », ha scritto: « L'etichetta post-keynesiana attribuita a gran parte della ricerca teorica recente è un indice sintomatico dell'opinione largamente diffusa, secondo cui il capitolo della *General Theory* è chiuso, la " rivoluzione keynesiana " è finita, e ciò che di valido v'era è stato ormai assimilato, mentre il resto è stato scartato » (1).

Personalmente non condivido questa conclusione. Nel corso della mia attività scientifica e professionale ho più volte letto capitoli dei tre saggi fondamentali di Keynes (2) e ho sempre trovato, man mano che avanzo nello studio dell'analisi monetaria, motivi di riflessione e di non coincidenza tra quella che consuetudinariamente è definita la « teoria monetaria » di Keynes e le diverse affermazioni che nei tre trattati, ma soprattutto nella *General Theory*, si ritrovano. Propenderei quindi verso il giudizio, che considero tanto più valido quanto più si restringe il campo di osservazione alla politica monetaria, dell'esistenza di un capitolo « aperto » nella storia del pensiero economico,

(1) A. LEIJONHUFVUD, *L'economia keynesiana e l'economia di Keynes*, UTET, Torino, 1976, p. 1.

(2) Essi sono, come noto: *A Tract on Monetary Reform* del 1923 (ultima traduzione italiana *La riforma monetaria*, a cura di Piero Sraffa, Feltrinelli, Milano, 1975); *A Treatise on Money* del 1930 (trad. it. *Trattato della moneta*, a cura di Enrico Radaeli, Treves, vol. I, Milano, 1932, vol. II, Milano, 1934) e *The General Theory of Employment, Interest and Money* del 1936 (ultima ristampa italiana *Occupazione, Interesse e Moneta*, traduzione del 1971 a cura di Alberto Campolongo, UTET, Torino, 1976). Per brevità, nel testo, si farà riferimento nell'ordine alla *Riforma*, al *Trattato* e alla *Teoria*.

di una parziale assimilazione della rivoluzione keynesiana, non dovuta ad un « effetto di scarto » del non valido ma ad una mancata adeguata riflessione delle proposizioni avanzate da Keynes e ad un'inadeguata applicazione di ricerca per il loro avanzamento. Keynes non ha certo aiutato questo processo di riflessione e ricerca, avendo in materia monetaria inviato messaggi sovente intuitivi e talvolta contraddittori. Lo scontro tra diverse scuole di pensiero ha fatto sì che questi messaggi sono stati decifrati e catalogati secondo i rispettivi paradigmi e, quindi, non a esclusivo vantaggio della conoscenza; la trascuratezza da parte dei keynesnani dei temi monetari ha fatto il resto. La « rivoluzione » è perciò solo all'inizio.

Scopo di questa comunicazione è appunto quello di dare una personale valutazione su quanto è sopravvissuto del pensiero keynesiano, su quanto a mio avviso rimane da capire dello stesso e, soprattutto, sul giudizio che la consegna alla storia del pensiero keynesiano in materia monetaria sia un sintomo di una rivoluzione mancata o di una rivoluzione che ha lasciato profonde tracce nel pensiero economico. La base per tale giudizio non può che essere la conoscenza della letteratura e delle vicende monetarie correnti, nonché il riesame critico dei tre trattati fondamentali attraverso i quali il pensiero keynesiano in materia monetaria si è andato sviluppando. Nell'affermare che non vi è stato un salto ma uno sviluppo del pensiero monetario in Keynes sono confortato da illustri maestri come lo storico del pensiero economico J.A. Schumpeter e l'illustre biografo ed amico di Keynes, Sir Roy Harrod, di cui dirò appresso. Nell'assolvimento del compito intrapreso mi sono stati di particolare utilità due studi: il primo, quello già citato di Leijonhufvud, e il secondo, di più recente pubblicazione, di D. Patinkin (3).

Per meglio comprendere le argomentazioni che andrò sviluppando occorre premettere che condivido il giudizio da molti espresso sul persistere di una radice neoclassica del pensiero keynesiano: qua e là in Keynes vi sono tentativi riusciti di superamento di quel pensiero, ma la ricerca da lui effettuata intende trovare soluzioni ai problemi economici aventi, per sua stessa ammissione, solo validità più generale, dotati cioè di una

(3) *Keynes Monetary Thought: A Study of Its Developments*, in « *History of Political Economy* », Spring 1976. Ristampato per i tipi della Duke University Press, Durham, 1976.

capacità di spiegare le sfaccettature molteplici di una « realtà » la cui possibilità d'interpretazione secondo i paradigmi che oggi chiameremo neoclassici non veniva messa in dubbio. Il pensiero keynesiano, infatti, si pone nel solco della tradizione borghese e capitalista e ricerca i modi di superamento delle contraddizioni del meccanismo economico incorporato in questo sistema sociale, in modo particolare delle ricorrenti crisi alle quali risulta esposto e della conseguente caduta del tasso di profitto e di accumulazione.

La Grande Depressione del 1929-1933 ha lasciato profonde tracce nel passaggio di Keynes dalla *Riforma* alla *Teoria Generale*. Giudico la prima proposizione contenuta nella Prefazione alla Riforma come fondamentale per capire il pensiero « politico » di Keynes: « Il compito di risparmiare è attualmente affidato ai privati risparmiatori, che vengono spinti ad investire gran parte dei loro risparmi in titoli monetari; e la responsabilità di mettere in moto la produzione è affidata agli « uomini di affari », che agiscono soprattutto sotto la spinta dei profitti in denaro che sperano di realizzare.

« Chi non è favorevole a cambiamenti radicali nell'attuale organizzazione delle società crede che questi metodi armonizzandosi con la natura umana, presentino grandi vantaggi. Ma essi non possono funzionar bene se la moneta, sulla cui stabilità si fondano, non ispira fiducia. La disoccupazione, la precarietà della vita dell'operaio, la delusione di legittime speranze, l'improvvisa perdita dei risparmi, i guadagni eccessivi di alcuni individui, gli speculatori, i profittatori, tutto ciò deriva, in gran parte, dall'instabilità della moneta » (il corsivo è mio) (4).

Condivido anche, quasi come corollario della anzidetta costanza di veduta « politica » e quindi di considerazione del meccanismo economico di tipo capitalistico, l'esistenza di una unicità di indirizzo del pensiero keynesiano, in ciò rifacendomi ai già citati autorevoli interpreti di quel pensiero: Schumpeter ha sostenuto che il pensiero di Keynes non ha mai subito interruzioni e Harrod ha testimoniato intorno al fatto che la intelaatura della politica pubblica di Keynes si era completata nel 1924 (5).

(4) J. M. KEYNES, *La riforma monetaria*, cit., p. 7.

(5) Ho tratto queste informazioni da A. LEIJONHUFVUD (cit., p. 18); esse si rinvengono in J. A. SCHUMPETER, *Storia dell'analisi economica*, traduz. ita-

Ciò premesso, non intendo escludere che Keynes abbia approdato con la sua analisi ad un nuovo modo di pensare, anzi è mio convincimento che egli ha spianato la strada al superamento dei limiti del pensiero neoclassico, ma, come ipotizzato paradossalmente dal suo allievo L. Klein, egli non si rendeva conto della portata delle sue idee (6). Questo giudizio è forse troppo severo, però è certo che la decifrazione del messaggio keynesiano è resa difficile dal fatto che l'enunciato eccede il modello di suo riferimento.

Per questo motivo, e convinto, come ho detto, della necessità esegetica di legge i tre trattati con un unico cifrario, faccio ricorso alla legge di Walras e, più in generale, allo schema dell'equilibrio economico generale. Diverse combinazioni verbali sono atte a definire la legge di Walras; in questo studio, date le sue finalità, essa viene intesa come la identità di bilancio per la quale un eccesso di offerta di merci è eguale all'eccesso di domanda di moneta, e viceversa.

Se un giudizio sintetico è possibile per una materia così vasta, potrei avanzare la tesi che l'idea alla quale approda Keynes nella sua *Teoria* è che il sistema reagisce alle perturbazioni — ed il caso di un eccesso di moneta è una perturbazione — mediante aggiustamenti delle quantità e non semplicemente del livello dei prezzi, come invece sostenuto dai seguaci della teoria quantitativa, cioè dai neoclassici. Uno sviluppo naturale di questa idea è che le perturbazioni iniziali sono amplificate a causa della relazione esistente tra consumo e reddito, cioè dal moltiplicatore. Ai tempi di Keynes e dal suo maestro Pigou, uno studioso di problemi monetari era colui che prendeva come oggetto di studio l'intero sistema economico e non una parte di esso, come invece di seguito è accaduto rovesciando i termini del rapporto. Considero questo approccio tradizionale allo studio dell'economia il più corretto: per questo motivo la mia comunicazione non potrà restare nei limiti ad essa assegnati di verifica del pensiero monetario di Keynes quarant'anni dopo. Gli excursus nell'economia oggi detta « reale » verranno limitati al minimo, ma saranno indispensabili.

iana a cura di Paolo Sylos Labini, Einaudi, Torino, 1959, p. 53 e in R. HARROD, *The Life of John Maynard Keynes*, MacMillan, London, 1951, p. 350.

(6) Cfr. L. R. KLEIN, *The Keynesian Revolution*, MacMillan, London, 1959, p. 83.

Per concludere questa breve introduzione è opportuno sottolineare un altro aspetto di non minore rilievo del pensiero keynesiano, che insieme ad altri giustifica la rilevanza avuta dai lavori di Keynes nelle decisioni di politica economica prese nell'ultimo venticinquennio. Keynes era soprattutto uno studioso preoccupato di tramutare in azione le sue idee; meglio ancora uno studioso che cercava di risolvere i problemi che la realtà proponeva all'analisi, tentando sempre di trovare per le risposte una giustificazione logica o teorica. Egli considerava l'economia un metodo per pensare ed il pensiero al servizio della pratica (7). Solo chi ha provato il tormento di chi vuole risolvere i problemi, non solo di pensare come risolverli, è forse adatto a decifrare il messaggio di Keynes e il suo pensiero.

L'enfasi empirica è tuttavia differente nei tre magistrali trattati più volte citati e di questo fatto occorre tenere conto nel procedere oltre. La *Riforma monetaria* è il risultato di riflessioni sui « pressanti problemi dell'inflazione, della deflazione, degli squilibri nelle ragioni di scambio che affliggevano l'Europa » (8). Queste riflessioni diedero luogo a interventi pubblici che Keynes intese legare tra loro con una « idea », cioè con una teoria che, come egli stesso affermò, seguiva le linee generali del pensiero di Pigou e di Marshall, piuttosto che l'analisi di Fisher. Con questa precisazione Keynes voleva significare che la sua analisi prende « le mosse dalla quantità di denaro in possesso del pubblico » piuttosto che « dalla quantità di affari compiuti a mezzo del denaro e dalla frequenza con cui ogni unità di moneta cambia di possessore » (9). Da questa linea di pensiero Keynes traeva tra l'altro la conclusione che l'inflazione si doveva considerare una tassa sulla quantità di moneta, cioè sulla ricchezza del pubblico.

(7) Cfr. la presentazione scritta per la pubblicazione del I volume del Cambridge Economic Handbooks, H. HANDERSON, *Supply and Demand*, Nisbet, London, 1921.

(8) La citazione è tratta da D. PATINKIN, cit., p. 11.

(9) L'affermazione è a p. 64, nota 3 de *La riforma monetaria*: « La mia trattazione segue le linee generali di PIGOU ("Quarterly Journal of Economics", novembre 1917) e MARSHALL (*Money Credit and Commerce*, 1923, I, IV) piuttosto che l'analisi, forse più nota, di I. Fisher ».

Giova qui sottolineare che è quantitativista anche chi crede che l'ammontare di M2 dipende dal livello dei prezzi e non solo chi crede all'opposto, come certa nostra letteratura sostiene non gradendo la sua catalogazione tra quella neoclassica o monetarista.

Il *Trattato della moneta* può invece considerarsi il vero sforzo condotto da Keynes con espliciti intenti teorici. Esso venne scritto astraendo dalla realtà; ne è risultato un lavoro ricco di stimoli e di messaggi, ma che personalmente considero freddo. Esso è la dimostrazione che, quando Keynes invertiva la direzione di causalità del suo pensiero, cioè dalla pratica alla teoria e non viceversa, il suo lavoro perdeva di efficacia. La ricchezza teorica del *Trattato* va certamente a scapito della sua applicabilità empirica, almeno nelle sue linee generali. Invero la ricchezza di analisi del *Trattato*, una vera e propria catalogazione e sistemazione teorica dell'esperienza accumulata in campo monetario, può far apparire eccessivo il giudizio di freddezza del messaggio. Naturalmente la valutazione va collocata quarantasei anni dopo la pubblicazione del *Trattato*, quando cioè il contenuto manualistico è stato completamente assimilato e quello teorico sorpassato dalla Teoria. In altri termini, una esecuzione ben riuscita, da artista provetto, ma non uno spartito immortale.

Nella *Teoria generale* Keynes recupera il meglio di se stesso; esplose la sua genialità e si esprime tutta la sua vocazione a non farsi irretire intellettualmente dal « pensar comune », dal credo allora prevalente nella teoria economica e nella filosofia sociale. L'aria di Bloomsbury permea tutte le pagine di questo capolavoro. Già nella presentazione del *Trattato*, lavoro che lo aveva lasciato insoddisfatto per sua stessa ammissione, aveva preannunciato che le idee alle quali era pervenuto si potevano considerare diverse da quelle con cui aveva iniziato (10). L'equilibrio che Keynes riesce a recuperare tra teoria e realtà nel lavoro del 1936 è a mio avviso innato nella sua matrice intellettuale, curiosa scrutatrice del mondo che la circonda, negatrice non tanto dei valori in astratto quanto dei valori immutabili, impregnata di logica formale e organizzata attorno al linguaggio matematico e probabilistico. Da questa « miscela esplosiva »

(10) Per l'esattezza Keynes così scriveva: « Rivedendo le bozze di stampa di questo lavoro mi son reso conto pienamente dei suoi difetti. Esso mi ha occupato, fra le diverse altre mie attività, per vari anni, durante i quali i miei concetti sono andati sviluppandosi e variando, così che le sue parti non sono fra esse in completa armonia. Le idee con le quali ho concluso sono assai diverse da quelle con le quali ho iniziato e temo che il risultato ne sia che una cospicua parte del libro non documenti che il processo di liberazione da idee che mi erano familiari e di avviamento a quelle che ho ora ». (*Trattato della moneta*, cit., p. VIII).

prende forma la *Teoria generale*, un documento appunto che deve essere trattato con cautela per i danni che può fare ed ha fatto in mani poco esperte o « troppo rapide », ma che deve essere profondamente capito, letto e riletto, usato per il bene che può fare ed ha fatto in mani abili ed oneste.

Nella *Teoria* viene abbandonata l'idea, che ispira il lavoro condotto nei due volumi del Trattato, che il valore della moneta sia l'argomento centrale dell'analisi economica. Quando Keynes smise di considerare la teoria monetaria come una teoria che spiega la determinazione del livello dei prezzi, o di converso del valore della moneta, egli compì quel mutamento logico che lo portò a concludere che non bastava la manovra monetaria, volta alla riduzione del tasso di interesse, per togliere le economie da una possibile condizione di sottoccupazione, esclusa nel modello neoclassico, ma occorreva l'intervento diretto del governo sotto forma di spesa in disavanzo.

Il momento della maturazione di quel mutamento è stato individuato da alcuni esegeti nel 1932, allorché Keynes cambiò titolo alle sue lezioni universitarie da « La teoria pura della moneta » in « La teoria monetaria della produzione », recuperando così la considerazione degli studi « monetari » come « studi » che coinvolgono l'intera economia reale (11).

Il rifiuto di limitare la considerazione del pensiero keynesiano a quello espresso nella *Teoria* del 1936 mi spinge ad organizzare l'esposizione in quattro parti che analizzano la esogenità della moneta, l'efficacia della politica monetaria, le relazioni tra la politica monetaria e la formazione di aspettative, e quelle tra il tasso dell'interesse e la efficienza marginale del capitale. Da questi quattro temi può ricavarsi, pur nella economia della presente comunicazione, un quadro di riferimento sufficientemente esauriente per analisi più approfondite del pensiero monetario keynesiano quarant'anni dopo.

2. *Esogenità della moneta.*

Caratteristica fondamentale del pensiero monetario di Keynes è che la quantità di moneta debba essere sottratta alla vo-

(11) Ho tratto questa informazione da D. PATINKIN, cit., pp. 13-14. Di essa si fa menzione nel vol. XIII, pp. 343 e 411-412 dei già citati *Collected Writings of John Maynard Keynes*.

lontà del mercato e portata sotto il controllo delle autorità; deve cioè divenire una variabile esogena o strumentale della politica economica. Questa idea è a fondamento dell'intera esposizione della *Riforma* proposta da Keynes nel 1923 e non verrà più modificata né messa in dubbio negli scritti successivi. Da quella data si possono considerare chiuse le dispute tra la scuola bancaria e quella monetaria. La spiegazione più chiara di questa necessità è data dallo stesso Keynes quando lucidamente ed efficacemente afferma: « Dobbiamo liberarci dalla profonda diffidenza che si prova contro le proposte di regolare la moneta con *decisioni ragionate*. Non possiamo più permetterci di lasciarla in quella categoria le cui caratteristiche sono comuni alla pioggia, alla natalità e alla costituzione; cose che vengono regolate da cause naturali, o che sono la risultante dell'azione di molti individui che agiscono indipendentemente l'uno dall'altro o che possono essere cambiate solo da una rivoluzione » (il corsivo è di Keynes stesso) (12).

Nel primo Keynes, ancora impregnato di teoria quantitativa, l'accettazione di questa proposta comportava l'idea che l'inflazione potesse divenire una variabile esogena, una variabile cioè sotto il controllo delle autorità monetarie. Con essa le autorità dovevano impedire la deflazione, cioè la riduzione dei prezzi, che Keynes intravedeva come il pericolo maggiore dello sviluppo capitalistico. Egli tuttavia non teorizzò, né tantomeno avanzò, proposte di far ricorso all'inflazione per stimolare lo sviluppo. Egli ha scritto: « L'inflazione è ingiusta e la deflazione è dannosa. Delle due, se trascuriamo le inflazioni esagerate come quella della Germania, la deflazione è forse la peggiore; perché è peggio, in un mondo impoverito, provocare la deflazione che disilludere i *rentiers*. Ma non è necessario confrontare i due mali. È più facile accordarci nel riconoscere che l'uno e l'altro sono mali da evitare. Il capitalismo individualistico, appunto perché affida la funzione di risparmiare ai singoli risparmiatori e la funzione di produrre ai singoli industriali, *presuppone* una stabile misura del valore, e non può essere efficiente — forse non può sopravvivere — senza di essa » (il corsivo è dello stesso Keynes) (13). Muovendo da queste linee Keynes pervenne alla

(12) *La riforma monetaria*, cit., p. 35.

(13) Cfr. *La riforma monetaria*, cit., p. 35.

conclusione che, nella misura in cui si introducesse nell'analisi l'idea che le perturbazioni monetarie comportano non solo variazioni nei prezzi dei beni prodotti ma anche nella loro quantità, anche lo sviluppo economico, cioè l'incremento delle grandezze reali di un sistema, avrebbe potuto divenire una variabile influenzabile se non determinata dalle autorità.

Keynes dedicherà la gran parte delle sue prime due opere a dimostrare la prima proposizione e ad indicare i modi in cui le autorità possono ricondurre le grandezze monetarie e il prezzo di esse, cioè il tasso dell'interesse, sotto il loro controllo. Sarà la *Teoria generale* a sviluppare invece, non in modo esclusivo ma in modo prevalente, la seconda fondamentale proposizione. Questa proposizione avrà carattere rivoluzionario e innovativo, e sarà per l'economia politica il parziale superamento della teoria quantitativa o meglio della equazione quantitativa o dello scambio e, per la politica economica, l'apertura di più ampi orizzonti d'analisi e d'intervento che hanno modificato la nostra società.

Nella proposizione che la quantità di moneta debba essere posta sotto il controllo delle autorità vi è tuttavia un aspetto che ritengo sia stato sottovalutato nell'azione di politica monetaria che al pensiero keynesiano logicamente si riferiva: la quantità di moneta o il suo tasso possono essere fissati dalle autorità, e quindi resi esogeni al sistema economico, solo se si opera facendo leva su certe proprietà del mercato monetario, prima tra tutte la preferenza per la liquidità e, ultima ma non la minore, la illusione monetaria. In altre parole, le autorità non godono di una assoluta arbitrarietà nel fissare la quantità di moneta, come alcune proposizioni della *Teoria Generale* male interpretate potrebbero far ritenere, ma vi sono dei limiti entro i quali questa attività può essere adempiuta. Questi limiti denotano il grado di sovranità monetaria entro il quale è possibile condurre la manovra sul tasso dell'interesse auspicata da Keynes per stimolare l'accumulazione capitalistica e il pieno impiego.

Questa idea era già contenuta nella *Riforma* del 1923 e deve ritenersi sopravvissuta nella mente di Keynes attraverso l'intero sviluppo del suo pensiero. Vi è anzi un riferimento specifico fatto da Keynes che mette a fuoco, per noi italiani, questo aspetto del problema monetario: « In Italia, dove le sane opinioni economiche hanno molta influenza e dove il terreno sarebbe

quasi pronto per la riforma monetaria, Mussolini ha minacciato di alzare la lira al suo antico valore. Per fortuna dei contribuenti e degli uomini d'affari italiani, la lira non ubbidisce nemmeno ad un dittatore, né le si può dare, per questo, l'olio di ricino. Ma tale dichiarazione può ritardare la riforma positiva; sebbene si possa dubitare che un uomo politico tanto abile l'avrebbe fatta, sia pure in forma di esuberante smargiassata, qualora avesse capito che il suo significato, in parole diverse, era il seguente » [cioè, non avrebbe raggiunto lo scopo desiderato, *n.d.r.*] (14).

Del messaggio keynesiano in materia di esogenità della moneta sopravvive quasi esclusivamente l'aspetto della possibilità di imprimere alla moneta movimenti nella direzione desiderata, ma non quello che questi movimenti debbano essere in certa misura compatibili con le grandezze che li determinano, cioè con le caratteristiche del mercato monetario in cui l'azione si esplica. La sottovalutazione di questo secondo aspetto del pensiero monetario keynesiano ha consentito di ridare fiato alle teorie che negano ogni qualsiasi possibilità concreta di contributo della politica monetaria allo sviluppo delle grandezze reali dell'economia, cioè al quantitativismo nella sua nuova ed agguerrita veste del monetarismo. La sottovalutazione e il non rispetto dei vincoli entro i quali situare le decisioni ha permesso la teorizzazione della inefficacia della politica monetaria che nel pensiero post-keynesiano si limitava ad un giudizio di impraticabilità empirica (si pensi al dibattito sulla manovra del tasso dell'interesse). L'intreccio tra la svalutazione empirica della politica monetaria di stampo keynesiano e la svalutazione teorica di stampo monetarista ha determinato una ingiustificata paralisi nell'attivismo monetario di questo secondo dopoguerra. Lo stato di cose che si è venuto a determinare con questo intreccio « antimonetario » ha tutti gli svantaggi di un sistema controllato, così come denunciato dalla Scuola bancaria, senza avere i vantaggi che dai controlli si attendeva la scuola monetaria: in particolare un contributo allo sviluppo.

Osservando i modi in cui i sistemi monetari sono gestiti, ossia a qual fine la esogenità della moneta è stata usata, è lecito domandarsi se il tempo e la ricerca spesi dalla scuola mo-

(14) *La riforma monetaria*, cit., p. 113.

netaria italiana per dimostrare la necessità e l'utilità di controllare il mercato internazionale delle valute, particolarmente quello dell'eurodollaro, contribuiscano ai fini per cui la tematica è stata sollevata e le soluzioni portate avanti (15). Resta comunque il fatto della contraddizione in cui versano i monetaristi nel voler negare il controllo o meglio la esogenità della moneta internazionale, quando invece raccomandano che l'« offerta » di moneta, come essi dicono contrapponendola alla più astratta « quantità », sia fermamente determinata d'imperio, non subisca cioè accelerazioni e decelerazioni ad opera del mercato. Questa contraddizione è molto sentita e giustifica l'impegno con cui i monetaristi cercano di dimostrare la natura non monetaria delle transazioni bancarie internazionali di dollari; ciò avviene per essi dopo aver sposato la tesi del moltiplicatore monetario nell'analisi dello sviluppo della moneta internazionale, attratti dal concetto di base monetaria resa popolare con le loro indagini (16).

In tema di esogenità della moneta si può quindi concludere che non solo è sopravvissuto il messaggio keynesiano, ma non è più messo in dubbio a livello nazionale da nessuna scuola di pensiero, anche se per diversi motivi. Si è persa tuttavia, cammin facendo, la seconda parte del messaggio e più precisamente quella per la quale la esogenità della moneta doveva divenire strumento e non obiettivo della politica monetaria. La disputa è perciò ancora aperta e la parte assimilata, lungi dall'essere scartata perché non valida, credo offra per il futuro la riserva di pensiero su cui operare per lo sviluppo.

3. *Efficacia della politica monetaria.*

La *Teoria generale* è diffusamente considerata come uno studio tendente a sottolineare l'efficacia della politica fiscale comparativamente a quella della politica monetaria. Questa interpretazione è possibile solo lasciandosi trascinare dalle interpretazioni degli studiosi di Keynes e dalla considerazione che la

(15) Cfr. G. CARLI, *L'eurodollaro: una piramide di carta?*, « Bancaria », marzo 1971 e M. FRATIANNI-P. SAVONA, *La liquidità internazionale*, Il Mulino, Bologna, 1972.

(16) Cfr. M. FRIEDMAN, *The Euro-dollar Market: Some First Principles*, in « Morgan Guaranty Survey », October 1969.

Teoria generale sia completamente innovatrice rispetto alle precedenti due opere del Keynes. Come già anticipato, non mi sembra si possa correttamente comprendere la politica monetaria sottostante alla *Teoria generale* se non si considera lo sviluppo del pensiero keynesiano dalla *Riforma* al *Trattato*. È soprattutto nel *Trattato della moneta* che Keynes si dilunga sugli strumenti che egli riteneva dovessero essere aggiunti all'arsenale tradizionale delle banche centrali, in particolare le operazioni di mercato aperto in titoli a lungo termine e rischiosi (17).

Il controllo del tasso a lungo termine, cioè del rendimento dei titoli aventi una scadenza il cui possesso è alternativo a quello della moneta, resta nella politica monetaria, così come concepita da Keynes, lo strumento principale di intervento. È noto che attorno a questo tema si sono appuntate le già ricordate obiezioni empiriche della gran parte degli studiosi e degli operatori, che hanno testimoniato della insensibilità al costo del denaro nelle loro scelte (anche oggi?), ma ciò è dovuto solo a una interpretazione « banale » del messaggio; cioè che detta « sensibilità » altro non sia che una « elevata » elasticità della domanda di moneta al variare del tasso dell'interesse o, senza che a mio avviso il significato muti, un « elevato » saggio di sostituzione tra moneta e obbligazioni (o altre attività finanziarie a termine determinato o indeterminato). Questa interpretazione del messaggio keynesiano si limita quindi all'uso del solo paradigma della preferenza della liquidità, ossia alla relazione intercorrente tra la domanda di moneta per usi speculativi e la remunerazione delle attività finanziarie — e reali aggiungerei oggi — alternative nel portafoglio del pubblico (famiglie e imprese).

Come tenterò di spiegare nei prossimi paragrafi, l'efficacia della politica monetaria è qualcosa di più ampio di quanto non sia l'osservare la relazione intercorrente tra una variazione nel tasso dell'interesse e gli investimenti reali. Occorre perlomeno considerare il ruolo svolto dalla manovra monetaria nella formazione delle aspettative sul breve e sul lungo termine, nonché la relazione in cui si pone il tasso dell'interesse rispetto al tasso prospettico di rendimento degli investimenti, lo si chiami o lo si

(17) Cfr. *Trattato della moneta*, cit., vol. II, p. 324. Sulle operazioni di mercato aperto Keynes afferma esplicitamente che « Questo metodo — come tale — mi sembra l'ideale ».

valuti come tasso di profitto lordo o efficienza *marginale* del capitale (18).

Chiarito questo aspetto del problema, giova aggiungere che il discorso sulla efficacia della politica monetaria condotto in tutti quegli aspetti voluti da Keynes presuppone che le autorità, o più limitatamente la banca centrale, abbiano la capacità di condurre il tasso a lungo termine al livello necessario perché gli investimenti reagiscano positivamente e, quindi, la moneta sviluppi i suoi effetti positivi sul reddito monetario. L'efficacia della politica monetaria dipende quindi dalla capacità di sconfiggere l'armata dei ribassisti, cioè coloro i quali impediscono l'innalzamento del prezzo delle obbligazioni e di converso la riduzione del tasso dell'interesse a lunga. Il presupposto dell'efficacia è quindi quello che le autorità dispongano della sovranità monetaria, cioè della capacità di fissare il tasso dell'interesse (19).

Anche per questo argomento si è ragionato e si è operato in modo tale da far ritenere che l'operazione potesse essere condotta in qualsiasi circostanza (20) e non richiedesse invece il rispetto di alcune « regole di proporzione » tra le variabili macroeconomiche e delle condizioni di base esistenti sul mercato monetario. Nell'esaminare l'efficacia della manovra del tasso dell'interesse deve perciò rammentarsi la posizione di partenza di Keynes. Egli aveva in mente uno stato di sottoccupazione permanente; una stagnazione non avviabile affidandosi alle forze del mercato. Trasponendo in un linguaggio da equilibrio economico generale ed avendo in mente la legge di Walras, il punto di partenza dell'economia keynesiana presuppone la non esisten-

(18) Uno dei tanti temi che devo ammettere d'aver trascurato *for sake of simplicity* è senz'altro quello delle radici marginalistiche di gran parte del pensiero keynesiano, qualcosa di diverso, anche se di pertinenza, dalla sua matrice neoclassica. Il marginalismo è un metodo applicato all'analisi neoclassica che per molti aspetti l'ha inchiodata a determinati risultati. Esiste una vasta area di Keynes non meditata; insieme alle pregevoli opere « globali » sarebbe auspicabile una stratificazione orizzontale del pensiero keynesiano: la porzione classica, quella neoclassica e, in quest'ultimo ambito, quella marginalista.

(19) All'esame propedeutico di questo tema, con particolare attenzione al caso dell'Italia, ho dedicato la mia *Sovranità monetaria* (Buffetti, Roma, 1975).

(20) KEYNES (*Teoria generale*, cit., p. 451) ammette che « l'elemento più stabile..., e quello che meno facilmente si può spostare, è stato finora, e può darsi che sia ancora in futuro, il saggio minimo di interesse... » e ricorda in nota il detto popolare « John Bull può sopportare molte cose, ma non può sopportare il 2 per cento ».

za di condizioni di eccesso di domanda di moneta settoriale o, visto dall'altro punto di vista, di eccesso di offerta di beni o stato di disoccupazione degli impianti. Muovendo da queste condizioni, l'acquisto di obbligazioni sul mercato in contropartita di creazione di moneta da parte della banca centrale determina un innalzamento del valore delle obbligazioni ed una riduzione del tasso. L'aumento di moneta venutosi così a determinare non ha, secondo il pensiero keynesiano, un mero effetto inflazionistico secondo quanto previsto dalla teoria quantitativa ma anche, ed in talune circostanze soprattutto, un effetto sulle quantità, cioè un riassorbimento delle risorse inutilizzate ed un aumento del reddito, degli investimenti, dell'occupazione. Se condizioni diverse da quelle della stagnazione prevalgono sul mercato, la ricetta keynesiana non è facilmente applicabile; ciò non significa che essa non sia valida, ma che altre forze intervengono e come tali alterano le condizioni di base e quindi gli effetti che si osservano sul mercato. Nel risalire da questa constatazione ad un giudizio di inefficacia della politica monetaria il salto logico è palese; di converso, affermare che l'aver ottenuto una riduzione del tasso di rendimento delle obbligazioni attraverso la creazione di moneta è testimonianza dell'efficacia della politica monetaria, sarebbe limitativo.

L'esempio più chiaro di alterazione delle condizioni di applicabilità della politica monetaria keynesiana è quello di un'economia aperta, in cui alcuni paesi non stiano in condizioni di stagnazione. Se in un paese in stagnazione si applica una politica volta alla riduzione del tasso di interesse a lungo termine, al di sotto delle condizioni di tasso prevalenti sui mercati esteri, la politica monetaria risulta largamente inefficace: sempreché gli operatori siano liberi di effettuare, per legge o di fatto, operazioni di investimento all'estero con spostamento di fondi dal paese di origine. Un secondo e non meno rilevante esempio è quello di un sistema sia pure in condizione di stagnazione, ma la cui dinamica del costo del lavoro procede a ritmi più sostenuti di quelli esteri. In queste circostanze l'immissione di moneta tende a facilitare, o meglio ad appianare, le difficoltà incontrate dall'impresa per fronteggiare detto aumento, ossia lo spostamento dei maggiori costi sui prezzi.

Infatti, se la bilancia dei pagamenti lo consente, l'immissione monetaria avrebbe lo scopo di soddisfare quasi esclusiva-

mente la domanda di moneta per motivi di transazione, cioè per negoziare un volume di reddito a prezzi più elevati (21). Se la bilancia dei pagamenti è passiva, per un qualsiasi motivo, l'immissione monetaria non consentirebbe neanche il trasferimento dei maggiori costi nei prezzi, ma solo un ampliamento del disavanzo sull'estero. In tutte queste condizioni è assai improbabile che la politica monetaria, sia pure in presenza della possibilità per la banca centrale di sospingere verso il basso il tasso dell'interesse, possa condurlo, accettando le conseguenze, al livello necessario perché esso susciti investimenti. Vi è anzi la necessità che la politica monetaria, considerata strumento di stabilizzazione molto efficace, si atteggi in direzione restrittiva rendendo ancor più difficile l'accumulazione.

È proprio in connessione con le indubbe capacità stabilizzatrici dell'inflazione o della bilancia dei pagamenti che il tema dell'efficacia della politica monetaria nel pensiero keynesiano deve essere integrato dal dettato, coerente con il già citato convincimento espresso da Keynes nella *Riforma* del 1923 della eguale pericolosità dell'inflazione e della deflazione per lo sviluppo economico, che la moneta non deve mai essere tenuta sottovalutata rispetto al mercato dei beni, ossia che la lotta all'inflazione deve essere condotta con strumenti non monetari. Quest'aspetto della teoria monetaria è particolarmente caro a Sir John Hicks, il quale ha sovente messo in guardia le autorità dal tentare di controllare il tasso di crescita salariale o dei costi attraverso l'uso di strumenti monetari. Valga tra tutte questa citazione: « Se si vogliono contrastare gli effetti delle spinte salariali si devono affrontare direttamente queste ultime attraverso negoziati fra le autorità di governo e i sindacati, attraverso pressioni politiche o congelamenti stabiliti per legge » (22). La necessità di provvedere moneta al mercato per affrontare condizioni di sottoccupazione in presenza di salari crescenti non

(21) Di questo fatto erano certamente conscie le autorità monetarie italiane, sul piano pratico e su quello teorico, nel corso del periodo di crescita salariale con la bilancia in attivo e di quello con bilancia in passivo. Cfr. le « Considerazioni finali » della *Relazione* Banca d'Italia (Roma, 1974, pp. 514-518) e P. BAFFI, *Il movimento dei salari e della bilancia dei pagamenti nella recente esperienza italiana ed internazionale, Nuovi studi sulla moneta*, Giuffrè, Milano, 1973, in particolare pp. 66, 69-70 e 75. V. anche il mio *Inflazione, Moneta e Bilancia dei pagamenti*, in « Atti dei Convegni Lincei n. 12 », Accademia Nazionale dei Lincei, Roma, 1976.

(22) Cfr. JOHN R. HICKS, *La crisi nell'economia keynesiana*, in « Banca », Roma, 1974, p. 72.

è solo economica ma anche politica, o meglio di politica economica; questo aspetto del problema è efficacemente sintetizzato da questa ulteriore citazione tratta sempre da uno studio di Hicks: « La funzione sociale della liquidità è che concede tempo per pensare » (23).

Del paradigma keynesiano della preferenza per la liquidità si può quindi dire quello che personalmente direi di ogni teoria economica: vi sono casi in cui può essere utilmente applicato per prendere decisioni favorevoli allo sviluppo e altri in cui non lo può, nonché momenti del ciclo in cui può essere formulato analogo giudizio. Con la scheda della preferenza per la liquidità Keynes ha avuto il merito d'aver messo in evidenza che la moneta è una attività del bilancio delle famiglie e delle imprese, che questa attività può essere sostituita con altre, finanziarie o reali, secondo le circostanze economiche e le aspettative connesse con queste o altre circostanze. Nondimeno il meccanismo opera sempre in un sistema economico: vi sono momenti in cui essa appare come un'azione potente, vi sono altri in cui mostra una incidenza limitata. La sua validità non può essere messa in dubbio; mentre lo deve essere senz'altro, come giudizio storico già da Keynes formulato e temuto, la capacità delle autorità a saperne far vibrare le corde per ottenerne note armoniose.

La sintesi delle proposizioni fin qui esaminate ci è fornita dallo stesso Keynes con questa citazione che conviene riportare nonostante la sua lunghezza (24): « Vi sono quindi certe limitazioni alla capacità dell'autorità monetaria di stabilire un dato complesso di saggi di interesse per crediti di condizioni e di rischi diversi; le quali possono riassumersi come segue.

a) Vi sono quelle limitazioni che sorgono dalla prassi seguita dall'autorità monetaria stessa, quando essa è disposta a negoziare soltanto crediti di un tipo particolare.

b) È possibile ... che, dopo che il saggio di interesse è caduto ad un dato livello, la preferenza di liquidità divenga virtualmente assoluta, nel senso che quasi tutti preferiscano detenere contante in luogo di un credito che frutta un interesse così basso. In tal caso l'autorità monetaria avrebbe perduto il controllo effettivo sul saggio di interesse. Ma, mentre questo caso-

(23) *Ibidem*, p. 68.

(24) Cfr. *Teoria generale*, cit., pp. 342-350.

limite può divenire praticamente importante nel futuro, non ne conosco alcun esempio verificatosi finora. *Del resto non vi è stata finora grande occasione di averne una prova, dato che generalmente le autorità monetarie non sono disposte a negoziare con audacia in crediti a lungo termine.* Inoltre, se dovesse sorgere tale situazione, essa significherebbe che la stessa pubblica autorità potrebbe prendere denaro a prestito su scala illimitata, attraverso il sistema bancario, ad un saggio di interesse nominale.

c) Gli esempi più clamorosi di una rovina completa della stabilità del saggio di interesse, a causa dello sfuggire della funzione di liquidità in una direzione o nell'altra, si sono verificati in circostanze molto anormali. In Russia e nell'Europa centrale dopo la guerra del 1914-18 si verificò una crisi monetaria o fuga dalla moneta, durante la quale non si sarebbe potuto indurre nessuno a conservare scorte di moneta o di crediti a qualsiasi condizione; e anche un saggio di interesse alto e crescente era incapace a far fronte all'aumento dell'efficienza marginale del capitale (specialmente di scorte di merci liquide) sotto l'influenza dell'aspettativa di una discesa ancor maggiore del valore della moneta; mentre negli Stati Uniti in certi periodi del 1932 vi fu una crisi di specie opposta: una crisi finanziaria o crisi di liquidazione, nella quale non si sarebbe potuto indurre quasi nessuno a cedere la sua scorta di moneta a qualsiasi condizione ragionevole.

d) Vi è infine la difficoltà discussa nella Sezione 4 del Capitolo XI, pag. 284, sul modo di portare il saggio di interesse effettivo al di sotto di una certa cifra, la qual cosa può dimostrarsi importante in un periodo di saggi di interesse bassi; ossia, i costi di intermediazione per portare in contatto il debitore e il creditore definitivi, e la quota per il rischio, specialmente per il rischio morale, che il creditore richiede in aggiunta al saggio puro di interesse. Col discendere del saggio puro di interesse non ne segue che la quota per le spese e il rischio discenda di pari passo. Quindi il saggio di interesse che il debitore tipico deve pagare può discendere più lentamente del saggio puro di interesse e, dai metodi dell'organizzazione bancaria e finanziaria esistente, può darsi che sia impossibile portarlo al di sotto di una certa cifra minima. Questo è particolarmente importante se la stima del rischio morale raggiunge un valore ap-

prezzabile. *Se infatti il rischio è dovuto a dubbi nella mente del creditore riguardo all'onestà del debitore, non vi è nulla nella mente del debitore che non intenda essere disonesto che possa compensare il maggior saggio che ne deriva* » (il corsivo è mio).

Ancor oggi lo schema della preferenza per la liquidità è un campo prevalentemente non battuto dalle autorità monetarie, così come avveniva in epoca pre-keynesiana. Occorre ammettere che, attualmente, a seguito delle critiche dei monetaristi e degli stessi keynesiani, anche se per differenti motivi, la politica monetaria orientata sul tasso a lungo termine sembra aver fatto il suo tempo. Da parte delle autorità monetarie non vi è più alcuna ricerca di quel tasso dell'interesse al quale corrisponde la piena occupazione; vi è in sostituzione di questa politica una ricerca del tasso di interesse ritenuto normale dal mercato, cioè di quel tasso che « appaga » il mercato e così asseconda i suoi difetti. Questo, nel dettato di politica economica di Keynes, è appunto il pericolo dal quale ci si doveva guardare. Keynes aveva sempre insistito sul fatto che l'azione di correzione del tasso ritenuto normale dal mercato, ma non corrispondente al tasso di pieno impiego, era tra i compiti principali delle autorità. Giudicando tuttavia il carattere delle politiche oggi praticate, si può avanzare l'ipotesi che, anche a voler prescindere dalla citata scarsa propensione delle autorità monetarie, queste non dispongono più della sovranità di fissare il tasso dell'interesse, in quanto esso è dominato dall'attività incontrollata dei mercati internazionali delle valute. La tendenza dei tassi nazionali a divenire una variabile esogena, un dato del sistema, può aver messo in ombra l'importanza dello strumento.

Ecco perché non si può avere una efficace politica monetaria se non si ha un efficace governo dei flussi monetari internazionali, possibilmente orientato in direzione dello sviluppo economico mondiale, per non ricadere nei dubbi in precedenza espressi (25).

(25) Il prof. Federico Caffè mi ha fatto notare che tra i contributi fondamentali del pensiero di Keynes deve annoverarsi quello in materia di moneta internazionale. Avendo applicato gran parte della mia attività di studioso allo studio di questo tema non posso che convenire sul rilievo fatto di una sottovalutazione della materia in questa comunicazione. Nonostante le correzioni apportate nella presente stesura, la sottovalutazione resta e per ovviarla e non ripetermi non ho altra risorsa che fare riferimento al mio lavoro pubblicato in collaborazione con M. FRATIANNI, *La liquidità internazionale*, cit., in particolare il capitolo V.

Al di là di questo fattore oggettivo, senz'altro di rilievo, resta però sempre il fatto che prevale l'inerzia o la stanchezza intellettuale delle autorità monetarie, poco « audaci », per dirla con Keynes, nell'uso degli strumenti che il mercato mette a loro disposizione per assolvere al loro compito di sviluppo. Il « rifugio » della stabilità pare appagare le loro coscienze, con il conforto teorico di non pochi economisti.

4. *Influenzabilità delle aspettative con la politica monetaria.*

Non si è fedeli esegeti del pensiero keynesiano se nel trattare della politica economica si omette di sottolineare il ruolo delle aspettative. Keynes dedica interi capitoli della sua *Teoria generale* a questo argomento, non assente negli altri trattati. Egli esamina lo stato delle aspettative a breve termine e lo stato delle aspettative nel lungo termine; soprattutto queste aspettative, egli afferma, sono rilevanti per lo sviluppo economico. Keynes vede la politica economica come un modo di influire sulle aspettative di breve periodo correggendole, ed anche un modo di correggere in via permanente quelle aspettative di più lungo termine che impediscono alla politica economica, fiscale e monetaria, di raggiungere i propri scopi. In materia di tasso a lungo termine è noto che Keynes affermò che « esso può fluttuare per decine di anni intorno ad un livello che è cronicamente troppo alto », ma ciò può essere solo il risultato dell'ostinato perdurare di politiche monetarie erranee (26).

Un aspetto rilevante della teoria monetaria keynesiana, implicito nella preferenza per la liquidità, è che lo stato della fiducia degli operatori può essere in un qualche modo corretto, nel breve come nel lungo termine, con mutamenti nello stato della liquidità. Come indicato, la stessa scheda della preferenza della liquidità suppone l'operare di aspettative essendo il risultato di un'azione speculativa che Keynes attribuisce all'assenza di certezza circa la direzione di movimento del tasso dell'interesse; in effetti il tasso dell'interesse subisce mutamenti allorché muta non solo una ma due delle tre domande di liquidità che provengono dal mercato; più esattamente quella specu-

(26) La prima citazione è tratta dalla *Teoria generale*, cit., p. 345, la seconda dal *Trattato della moneta*, cit., vol. II, p. 552.

lativa e quella precauzionale. È opportuno qui ricordare che il movente precauzionale è inteso da Keynes come quella capacità dell'operatore di scrutare con sufficiente attendibilità la direzione di movimento del tasso di interesse, cioè di farsi delle aspettative circa il suo futuro. Nel caso in cui si attende che il tasso cresca, si aumenterà la quantità di moneta trattenuta, in quanto si attende che il valore delle obbligazioni cada e quindi il loro acquisto diverrà più conveniente al termine del processo.

Sono perciò le aspettative, soprattutto quelle percepite in modo incerto e che danno spazio alla speculazione, che hanno un ruolo dominante in questo tipo di operazioni condotte dalle autorità, dato che la domanda di moneta per motivi di negoziazione (o transazione, come consuetudinariamente si dice) dipende dal volume di reddito, il quale a sua volta dipende simultaneamente dal volume di investimenti suscitato dalla manovra monetaria. Una autorità monetaria credibile e tenace nella sua azione può piegare le aspettative nella direzione voluta. Una autorità monetaria debole ed incerta, dedita prevalentemente ad adattarsi agli eventi di breve periodo, diviene presto schiava delle aspettative, le quali sono capaci di far scattare nella direzione voluta la « funzione di reazione » delle stesse autorità. L'esercizio di una politica monetaria in favore dello sviluppo richiede che il mercato resti convinto dell'esistenza, e della volontà di realizzarlo, di un disegno di lungo termine dell'economia. In assenza di tutto ciò, le autorità monetarie — direbbe la mia conterranea Grazia Deledda — sono « canne al vento »: flettono seguendo la congiuntura, anche se danno la sensazione nobile di non spezzarsi.

Keynes non si è limitato ad esaminare le influenze che lo stato delle liquidità hanno sullo stato della fiducia, ma si è soprattutto preoccupato dell'opposto. Il motivo di questa analisi, particolarmente sviluppata nel capitolo XI e XII della *Teoria generale*, deve ricercarsi nella giusta preoccupazione che lo stato della fiducia poteva neutralizzare la politica monetaria che egli suggeriva. Keynes insiste sul fatto che oscillazioni dello stato delle aspettative a lungo termine possono essere indipendenti dalla variazione del tasso dell'interesse; muovendo da questa considerazione conclude l'analisi delle aspettative in questo modo: « Per mio conto, sono alquanto scettico sulle possibilità di successo di una politica esclusivamente monetaria intesa ad

influire sul saggio di interesse. Vorrei che lo stato — che è in condizioni di calcolare l'efficienza marginale dei beni capitali in base a considerazioni a lunga portata e in vista del vantaggio sociale generale — si assumesse una sempre maggiore responsabilità nell'organizzare direttamente l'investimento; poiché sembra probabile che le fluttuazioni della valutazione del mercato sull'efficienza marginale di diversi tipi di capitale, calcolata secondo i principi sopra esposti, siano troppo grandi per poter essere elise da qualsiasi variazione attuabile del saggio di interesse » (27).

Questo è quanto Keynes onestamente ammetteva e che potrebbe anche essere addotto a sostegno della tesi contraria a quella da me (e da lui) sostenuta. Ritengo però che, senza respingere quella pessimistica riflessione, la dimensione delle fluttuazioni del profitto « in una economia con profitto » può effettivamente essere un ostacolo all'applicazione efficace di una politica monetaria « aggressiva » in materia di tassi dell'interesse. O meglio, che altri fattori — quali la domanda interna e la domanda estera, le condizioni di monopolio o di oligopolio sui mercati delle materie prime, del lavoro, della tecnologia, della moneta internazionale — possano dominare « qualsiasi » effetto di variazione del tasso dell'interesse sullo sviluppo. Se però le fluttuazioni del tasso avvengono « in una economia senza profitto », alla ricerca quindi di un equilibrio di sopravvivenza, allora la manovra monetaria suggerita da Keynes potrebbe essere rilevante per suscitare o per proteggere gli investimenti privati in assenza di quelli pubblici; al limite potrebbe essere indispensabile. La ristrutturazione finanziaria delle imprese proposta in Italia risponde a questo fondamento logico e a questo obiettivo.

Personalmente valuto che l'attenzione dedicata dagli studiosi di teoria keynesiana allo stato della fiducia e alle possibilità aperte alla politica monetaria di una sua modifica sia stata molto scarsa. Eppure questo aspetto del problema ha avuto una forte rivalutazione nella teoria monetaria di stampo quantitativista. In linea con la impostazione keynesiana, il monetarismo si è domandato in quale modo potesse contribuire la politica monetaria nell'influenzare le aspettative a medio termine degli

(27) Cfr. la *Teoria generale*, cit., p. 304.

investitori, in particolare di coloro i quali intraprendono nuovi investimenti reali. Le regole monetarie, proliferate in questi ultimi anni, hanno indicato, laddove sono state applicate, che il mercato gradisce conoscere a priori la direzione di movimento della politica monetaria e più precisamente gli indirizzi di politica monetaria che seguono le autorità. Per dirla con parole di Keynes vi sono troppi motivi nella economia moderna di « sconvolgimento del delicato equilibrio dell'ottimismo spontaneo ». Questo è il senso « stabilizzante » in cui deve essere usata la politica monetaria, cioè in direzione del controllo delle aspettative(28) e non della imposizione di un equilibrio contabile sulla bilancia dei pagamenti e nella domanda ed offerta monetaria, cioè in un soffocamento senza eliminazione degli squilibri.

In tema di aspettative si può perciò concludere che la valorizzazione, e quindi la sopravvivenza, del pensiero keynesiano è stata affidata alla scuola antagonista. Nondimeno ritengo che essa appartenga di diritto ai tentativi fatti da Keynes di uscire dalla logica di una politica monetaria che serva a poco o a nulla per lo svolgimento e la protezione del meccanismo di accumulazione, di usufruire cioè della logica che invece presiede alle analisi e ai dettati di politica economica della scuola monetaria.

5. *Relazione tra tasso dell'interesse e efficienza marginale del capitale.*

La relazione intercorrente tra efficienza marginale del capitale e tasso dell'interesse è uno degli argomenti più delicati e difficili da trattare nella politica monetaria keynesiana. Essa può e deve essere esaminata a questo punto dall'analisi, dopo aver introdotto nel discorso le aspettative. Keynes avverte che « l'efficienza marginale del capitale... dipende dal rendimento *prospettivo* del capitale, e non semplicemente dal suo rendimento corrente »; e continua: « l'errore sta nel supporre che le variazioni prospettive del valore della moneta reagiscano direttamente sul saggio di interesse, invece che sull'efficienza marginale di un dato capitale » (29). Questo collegamento in filo diretto tra le aspettative concernenti il valore della moneta e il rendi-

(28) Cfr. la *Teoria generale*, cit., p. 302.

(29) Cfr. la *Teoria generale*, cit., pp. 281 e 282.

mento di un investimento consente, da un lato, di superare in parte l'accusa di circolarità rivolta alle relazioni che intercorrono tra l'efficienza marginale del capitale e il tasso dell'interesse nel modello keynesiano; dall'altro, di arricchire i rilievi fin qui avanzati circa la possibilità di giudicare l'efficacia della manovra monetaria di stampo keynesiano dall'osservazione delle relazioni quantitative esistenti tra variazioni del tasso dell'interesse e fluttuazioni negli investimenti o da indagini condotte sugli imprenditori formulando ad essi domande ispirate alla logica meramente quantitativa delle anzidette ricerche econometriche (30). Pur cosciente di mettermi in contrasto con generazioni di economisti e di maestri ben più bravi di me, oso spingermi fino ad affermare che le ricerche empiriche fatte sono inconsistenti con il pensiero keynesiano, quasi non lo riguardano, in quanto si limitano a verificare la sola relazione tra decisioni di investimento e tasso dell'interesse. Né vale il ricorso ai *distributed lags* di diversa natura, anch'essi fuori dal paradigma keynesiano esaminato, nell'illusione di introdurre le aspettative nella relazione; Keynes non ha mai sostenuto che fosse il tasso dell'interesse « prospettivo » a contare ma il rendimento atteso del capitale.

Per quanto riguarda la sospetta circolarità del ragionamento in materia di relazioni tra tasso dell'interesse e efficienza marginale del capitale, lo stesso Keynes si è reso conto che limitare l'analisi alla relazione tra queste due variabili sarebbe logicamente errato « giacché l'efficienza marginale del capitale dipende in parte dalla dimensione dell'investimento corrente »; e aggiunge: « si deve già conoscere il saggio di interesse prima di poter calcolare quale sarà questa dimensione » (cioè l'efficienza marginale del capitale) (31).

Ci troviamo di fronte, quindi, non ad un binomio, ma ad un triangolo composto dal tasso dell'interesse corrente, dal rendi-

(30) Nondimeno su questo tema specifico vi sono ancora spazi empirici da scrutare. Nella mia *Nota su una stima del costo del capitale in Italia*, mai pubblicato ma incluso nella collana dei lavori dattiloscritti del Modello economico della Banca d'Italia (M1B1-1972), avevo dimostrato che una attenta valutazione del costo del capitale poteva valorizzare la relazione tra il tasso dell'interesse, o meglio il costo del capitale, e l'investimento in Italia, legame mai colto con il segno giusto prima di allora. Cfr. P. ALESSANDRINI, *Stabilità, capacità esplicativa e previsiva di funzioni alternative degli investimenti industriali in Italia*, in « Rivista Internazionale di Scienze Sociali », settembre-ottobre 1971.

(31) Cfr. *La Teoria generale*, cit., p. 325.

mento corrente del capitale, dal rendimento prospettico del capitale, il quale dipende, se interpreto bene Keynes, prevalentemente dallo stato delle aspettative. Vi sono circostanze in cui ciascuno di questi lati risulta quello da cui muove la concatenazione degli eventi; per un qualsiasi motivo si può spostare l'efficienza marginale di un dato capitale, cioè del suo rendimento prospettico e dei riflessi che esso ha nel rendimento corrente, come nel caso di una nuova scoperta tecnologica. Muovendo da questo mutamento si hanno una serie di conseguenze sugli altri lati del triangolo.

Ponendosi nell'ottica della nostra analisi di questa concatenazione interessa l'effetto che si produce muovendo dalla politica monetaria in modo tale da determinare un aumento dell'efficienza marginale *prospettica* di un dato capitale relativamente al saggio dell'interesse corrente. Questa azione che fa leva sulla scheda di preferenza della liquidità è diversa da quella che muove da variazioni dell'aspettativa riguardante il valore prospettico della moneta; in questo caso, infatti, i prezzi dei capitali esistenti si adegueranno con un effetto diretto sulla efficienza marginale del capitale e non sul tasso dell'interesse. Ma avverte Keynes: « Se il saggio di interesse dovesse salire di pari passo con l'efficienza marginale del capitale, dall'aspettativa di un aumento dei prezzi non deriverebbe alcun effetto stimolante » (32); in altre parole se Fisher ha ragione l'inflazione non stimola gli investimenti.

Questa lunga citazione varrà a chiarire questo aspetto del problema: « La tabella dell'efficienza marginale del capitale è di importanza fondamentale perché è principalmente attraverso questo settore (molto di più che attraverso il saggio di interesse) che l'aspettativa del futuro influisce sul presente. L'errore del considerare l'efficienza marginale del capitale soprattutto in termini del rendimento *corrente* dei beni capitali — la qual cosa sarebbe corretta soltanto in condizioni statiche nelle quali non vi fosse un futuro variabile che influisse sul presente — ha prodotto come risultato di spezzare l'anello teorico fra il presente e il futuro. Anche il saggio di interesse è virtualmente un fenomeno *corrente*; e se riduciamo alla stessa condi-

(32) Cfr. *La Teoria generale*, cit., p. 283.

zione l'efficienza marginale del capitale, ci precludiamo la possibilità di tener conto direttamente in un modo qualsiasi dell'influenza del futuro nella nostra analisi dell'equilibrio esistente » (33).

Mai come nella trattazione di uno degli elementi cruciali dell'analisi keynesiana si trova il Keynes della *Riforma* e del *Trattato*. Ritorna in questo passaggio la profonda conoscenza che ha Keynes del tema del valore della moneta che lo ha impegnato per molti anni della sua vita di studioso. Questa parte della produzione keynesiana è la più obsoleta; il peso degli investimenti pubblici da lui stesso auspicato si è andato accrescendo; le economie non muovono più da uno stato di stagnazione-deflazione; la politica monetaria non tenta di influenzare le aspettative a medio termine né di determinare un tasso dell'interesse compatibile con il livello di pieno impiego; la efficienza marginale del capitale non è variabile nota alle autorità monetarie e alle autorità fiscali e non viene quindi presa a base di scelte; i delicati meccanismi che uniscono il presente al futuro come afferma Keynes non sono tenuti presenti e anzi le politiche di intervento, definite « keynesiane », sono considerate politiche di breve periodo, politiche di controllo della domanda e non mirano a influenzare l'efficienza marginale del capitale. I temi sociali dominano su tutti ed avvertono il « fastidio » del dettato economico, cioè dell'analisi con la « disciplina del pensiero » suggerita da Keynes. L'applicazione della politica monetaria keynesiana, e in parte di quella fiscale, avviene quindi in un ambiente politico, economico, intellettuale profondamente diverso da quello ipotizzato ed osservato dal nostro grande maestro. L'obsolescenza del « concetto » di efficienza marginale del capitale può dirsi il frutto dei tempi. Eppure questo meccanismo opera sempre all'interno di un sistema ad economia di mercato e ad economia aperta verso l'estero, anche se sovrastato da altri effetti, sovente di breve periodo. L'approfondimento di questo tema ci consentirebbe forse di individuare dove si situa l'interruzione del meccanismo degli investimenti e dell'occupazione, che periodicamente si osserva nell'economia occidentale e che è ormai entrato ufficialmente tra i fattori di crisi più gravi dell'ultimo scorcio di questo decennio.

(33) Cfr. *La Teoria generale*, cit., p. 286.

6. Conclusioni.

È stato scritto: « Il più grosso mistero posto dagli sviluppi del keynesianesimo è il perché una teoria in cui la moneta è importante si sia trasformata nella teoria che la moneta non è importante » (34). In questo lavoro si è inteso mettere in evidenza alcuni punti che potrebbero contrastare questa interpretazione del contributo keynesiano.

È stato sottolineato che il suggerimento di Keynes di rendere esogena la quantità di moneta nel sistema economico è stato accolto, ma non è stato tenuto presente che esistono condizioni alle quali questa politica deve sottostare. Non vi è cioè una sovranità monetaria permanente delle autorità.

È stato individuato che la politica monetaria mantiene la sua efficacia in un sistema economico in cui si realizzano le condizioni ipotizzate dal Keynes, cioè vi siano risorse inutilizzate ed il sistema possa reagire a perturbazioni monetarie anche con modifiche nelle quantità; perde efficacia o si attenua in altre circostanze.

È stata ricordata l'importanza della relazione esistente tra aspettative a breve e a lungo termine e politica monetaria, o meglio è stato ricordato che lo stato della liquidità può influenzare lo stato della fiducia, ma che questa relazione non è stata più « sfruttata » dalle autorità monetarie.

È stata infine esaminata la relazione intercorrente tra il tasso dell'interesse corrente e l'efficienza marginale del capitale, corrente e prospettica, pervenendo alla conclusione che la relazione tra queste variabili ha un peso cruciale nell'analisi keynesiana; si è affermato che l'obsolescenza intellettuale del pensiero di Keynes è soprattutto legata a questo aspetto della sua produzione scientifica.

Sono stati trascurati molti aspetti della notevole mole di lavoro svolto da Keynes; si è però ritenuto sufficiente concentrarsi sui quattro argomenti citati per consentire di mantenere il discorso su una traccia che, a mio avviso, ha un attimo di stanchezza ma che ancora non ha dato tutto ciò che può produrre. Nel corso dell'esposizione si è avuto modo di rilevare che

(34) La citazione è tratta da A. LEIJONHUFVUD (cit., p. 12); essa riporta il pensiero di H. G. JOHNSON, *The General theory after twenty-five years*, in « American Economic Review », maggio 1961, n. 13.

parte non secondaria delle idee keynesiane sono state portate avanti dalla scuola antagonista, quella monetaria, divenendo così patrimonio comune degli economisti.

L'opera di Keynes può dirsi ancora lontana dall'essere assimilata ed ancora lontana dall'appartenere solo alla storia del pensiero economico. Le riflessioni, le correzioni, le critiche, i rifiuti di essa devono tutti inquadrarsi nell'unico metro di giudizio che, se interpreto bene il pensiero keynesiano, deve rimanere quello valido: la capacità della teoria economica a spiegare fatti della realtà e a tramutarsi in azione politica economica utile al progresso dell'uomo. Questa capacità è innata nella Teoria ma richiede d'essere potenziata da una più umile ricerca economica, che si prenda una pausa di riflessione nei suoi aspetti quantitativi. Tutto ciò potrà essere d'un qualche significato e di una certa utilità se, da un lato, si considererà degno di essere salvato e perfezionato il sistema del libero mercato o almeno del mercato con adeguati vincoli sociali o, visto secondo un'ottica diversa, del mercato in cui convivono le unità pubbliche con quelle private; e, dall'altro, allorché i teorici dello sviluppo sapranno proporre all'attenzione degli studiosi schemi di riferimento più precisi entro i quali situare le politiche di breve periodo. In altre parole alla barca keynesiana occorre una rotta. Questa rotta si è persa e questo fa erroneamente ritenere che la barca non sia più utile.