

1. Nuove interpretazioni dell'analisi monetaria di Keynes

di Augusto Graziani

1. Introduzione

1.1. Premessa

Non si va lontani dal vero affermando che la pubblicazione dei *Collected Writings* ha modificato non soltanto la conoscenza del pensiero di Keynes, ma anche la prospettiva nella quale la sua opera va inquadrata. Fino ad un recente passato, poteva essere considerato legittimo dare una posizione di privilegio al suo testo più popolare, la *Teoria generale*, collocando il rimanente della sua opera nel preparatorio, nel provvisorio, nel superato, e per ciò stesso nell'inessenziale¹. Oggi, i trenta volumi delle opere complete mostrano al di là di ogni ragionevole dubbio come la *Teoria generale*, pur rappresentando nell'evoluzione del suo pensiero, una fase di eccezionale intensità sul piano dell'impegno analitico e politico, non risulta decisamente sovrachiantante sul piano della visione e della costruzione complessiva².

È dunque più che opportuno oggi, a pubblicazione completata e spenti i bagliori celebrativi che hanno segnato il centenario della nascita, tornare a discutere, non più della sola *Teoria generale*, bensì di Keynes nella totalità del suo pensiero di economista.

Nelle presentazioni più diffuse della teoria macroeconomica, la teoria neoclassica e la teoria keynesiana vengono contrapposte l'una all'altra proprio sul terreno della moneta. La teoria neoclassica viene presentata come la teoria di un'economia di baratto, nella quale la moneta viene aggiunta come elemento tecnico, avente la sola funzione di rendere gli scambi più spediti e meno costosi. Ad essa viene contrapposta la teoria keynesiana, unica rappresentazione di una autentica economia monetaria. Nella teoria keynesiana infatti le scorte liquide vengono domandate alla stregua di ogni altro bene, in quanto la

¹ La Società italiana degli economisti ha dedicato costante attenzione al pensiero di J. M. Keynes. Essa è ritornata più volte a discuterne gli aspetti salienti e la rilevanza per il mondo contemporaneo. Nel 1976, una intera adunanza fu dedicata a discutere *La teoria keynesiana quarant'anni dopo* [Società Italiana degli Economisti 1977]. In quella occasione, i problemi monetari vennero trattati da Paolo Savona [Savona 1977].

² Interpretazioni opposte, tendenti a sottovalutare il *Trattato*, si trovano in Blaug [1970], che ricorda il *Trattato* solo di sfuggita; in Patinkin [1976], che ritiene assente

liquidità offre al soggetto economico protezione contro l'incertezza e costituisce il famoso «ponte fra presente e futuro». L'introduzione della moneta, non soltanto come semplice mezzo tecnico di scambio ma anche come bene utile di per sé, dà luogo, come è noto, al rifiuto della legge di Say, alle possibili fluttuazioni della domanda globale, e quindi alla possibilità di uno stato prolungato di disoccupazione.

Questo modo di presentare la teoria keynesiana riproduce in modo fedele il contenuto dell'opera più famosa di Keynes, la *Teoria generale* del 1936. Esso però non rende giustizia al pensiero di Keynes nel suo complesso, e soprattutto non rispecchia in modo esauriente e completo le molteplici funzioni che la moneta svolge in un'economia di mercato.

Come risulterà meglio nel corso di questa esposizione, la moneta non è soltanto un mezzo tecnico di scambio, e non è nemmeno una pura e semplice protezione contro l'incertezza, anche se ambedue queste funzioni sono evidentemente innegabili. In un'economia capitalistica, la moneta svolge infatti un'altra funzione primaria, che è quella di *governare il meccanismo della distribuzione del reddito*. È la presenza della moneta, nonché il modo in cui la moneta viene prodotta e immessa nei circuiti del mercato che consente di spiegare la formazione dei profitti. È sempre la moneta e le sue regole di produzione e di circolazione che spiegano come, in un'economia di mercato, il potere di decisione non sia uniformemente distribuito fra tutti i consumatori (come vorrebbe la teoria neoclassica) ma viene invece riservato al mondo più ristretto della finanza e dell'industria.

Questa concezione della moneta, non più come semplice lubrificante degli scambi, ma come elemento chiave nella determinazione della distribuzione del reddito, merita di essere riesaminata in una analisi del pensiero di Keynes perché, come cercheremo di mostrare, Keynes è stato uno degli autori che, in modo esplicito e consapevole, ha analizzato il ruolo della moneta proprio in questa luce. Tutto ciò non compare nelle versioni più comuni dell'opera di Keynes, perché queste vengono usualmente basate sul contenuto della sola *Teoria generale*. Ma quest'opera, come si è detto, era destinata ad analizzare il problema, fondamentale ma circoscritto, della disoccupazione persistente. Altre opere di Keynes, e precisamente i suoi primi scritti critici del 1911 sulla teoria quantitativa di Irving Fisher, il *Trattato sulla moneta* del 1930, le stesure preliminari della *Teoria generale* ora disponibili grazie alla pubblicazione di *Collected Writings*, e infine gli articoli sul finanziamento dell'economia comparsi nell'«*Economic*

nel *Trattato* la vera problematica di Keynes, quella della domanda globale; in Panico [1988, 69 ss.], che considera il *Trattato* opera recante considerevoli elementi neoclassici. Per una riaffermazione vigorosa della continuità nel pensiero di Keynes, si veda invece Fodor [1983].

Journal» fra il 1937 e il 1939, affrontano invece in modo diretto il problema della moneta come fonte di potere e di profitti.

L'analisi del pensiero monetario di Keynes visto nella sua interezza esige uno schema di ragionamento più articolato di quello consueto. In particolare, occorre un modello che comprenda, come settori distinti, *banche, imprese, e famiglie*, e che consenta di considerare la produzione di moneta sia per il finanziamento degli scambi sia per l'alimentazione delle scorte liquide desiderate³.

Non è il caso di nascondere che un modello simile viene considerato con diffidenza dagli specialisti di studi keynesiani. I keynesiani più ortodossi, come sappiamo, si attengono al modello della *Teoria generale*, nel quale l'attività delle banche non viene esplicitamente presa in esame e lo stock di moneta viene considerato come parametro esogeno, anche se non necessariamente come grandezza costante. I postkeynesiani, d'altro canto, propendono per considerare l'offerta di moneta come strettamente endogena e infinitamente elastica, il che li porta a trascurare del tutto i problemi connessi alla creazione di liquidità⁴. Kaldor giunse persino ad affermare che l'analisi monetaria della *Teoria generale* sarebbe l'elemento debole del pensiero di Keynes, quello che avrebbe aperto la strada alla sintesi neoclassica [Kaldor 1982].

Nella trattazione che segue, non ci soffermeremo invece su altre questioni di natura fondamentale che affiorano talvolta nella letteratura. La prima di queste investe *le origini storiche della circolazione monetaria*. È ormai un punto accettato che fra scorte liquide e incertezza sussiste un legame di interdipendenza, nel senso che, in un mondo privo di incertezza e di attriti, nel quale i costi connessi alle informazioni e allo scambio fossero nulli, non vi sarebbero ragioni valide per domandare una scorta liquida. Ma, una volta accettato il legame fra domanda di moneta e incertezza, resta dubbio se si debba intendere che sia stata l'incertezza a imporre il passaggio ad un'economia basata su scambi monetari, o se sia stato il passaggio a scambi monetari a produrre l'economia dell'incertezza. La posizione keynesiana più ortodossa è che il ruolo prioritario spetti all'incertezza e che la domanda di moneta ne sia la conseguenza⁵.

Altri, soprattutto Heinsohn e Steiger, spingendosi più oltre in

³ In questa linea si muovono Dow & Dow [1989], i quali peraltro, invece di considerare le due formulazioni come l'una completamento dell'altra, ricercano le relazioni tra domanda di moneta e decisioni di investimento (confondendo così la domanda di moneta con la domanda di beni), o tra preferenza per la liquidità e comportamento delle banche (confondendo così la domanda e l'offerta di moneta).

⁴ Kaldor [1982]; Kregel [1988]; Targetti [1988, 344 e 356]. L'idea della natura endogena del credito compare anche in Stiglitz & Weiss [1988].

⁵ Questa è, ad esempio, la posizione di Davidson [1977 e 1978].



questa via, direbbero che la disponibilità di una scorta liquida come protezione contro l'incertezza è un *fenomeno strettamente individuale*, in quanto nessuna scorta liquida potrà porre rimedio all'incertezza collettiva, la quale può essere affrontata soltanto munendosi di scorte specifiche in natura (la riserva di grano, di acqua potabile, ecc.). Come tale, la domanda di scorte liquide si manifesta soltanto quando la collettività abbandona il regime di gestione collettiva delle risorse e passa ad un regime basato sulla proprietà privata. L'emergere della circolazione monetaria non rappresenterebbe quindi un progresso tecnico rispetto ad una precedente economia di baratto. Anzi, sotto il profilo storico, una autentica economia di baratto non sarebbe forse mai esistita. L'emergere dell'economia monetaria coinciderebbe invece con il passaggio dalla proprietà collettiva alla proprietà privata. In questa visione, sarebbe la proprietà privata a produrre situazioni di incertezza individuale, e quindi a produrre il rimedio contro l'incertezza individuale, che è costituito per l'appunto dalla disponibilità di una scorta liquida. L'emergere dell'economia monetaria si realizzerebbe direttamente con *la comparsa della moneta creditizia*. Proprio la moneta creditizia avrebbe reso possibili gli scambi fra presente e futuro⁶.

In questa visione, la vicenda tante volte raccontata⁷, della moneta nata dal sale, dal rame e dall'oro, poi via via trasformata in moneta coniata, in biglietto di banca, e in moneta creditizia, altro non sarebbe che una fiaba⁸. Moneta e banche sarebbero nati insieme, con la sola specificità che i banchi primordiali sarebbero stati i santuari, le istituzioni più atte, nell'antichità, a prestare garanzia e a riscuotere fiducia. Del resto, come fanno osservare i moderni teorici del circuito monetario, l'idea stessa della moneta merce sarebbe in sé contraddittoria, dal momento che se la moneta venisse scambiata alla stregua di ogni altra merce, essa altro non sarebbe che una merce destinata ad un impiego particolare, il che restituirebbe allo scambio la natura di baratto e negherebbe la presenza di una autentica economia monetaria.

⁶ Heinsohn e Steiger [1983 e 1989], e Steiger [1985]. Questi autori, oltre a criticare vivacemente la scuola postkeynesiana, si pongono implicitamente in posizione opposta a quella di Fisher, per il quale l'esigenza prioritaria è quella di modificare il profilo temporale del consumo, e l'intermediazione della moneta sarebbe un mero perfezionamento tecnico. In Germania, i lavori dei due autori hanno dato luogo ad una letteratura che sottolinea la priorità storica del credito rispetto alla moneta: Spahn [1987, 5].

⁷ Questa spiegazione della nascita della moneta è già esposta da Ferdinando Galiani [1751 libro I, cap. I]. Fra gli autori moderni, luoghi classici sono: Menger [1892]; e Marshall [1923, Appendice A («A Note on the Evolution of Money»)]. Fra i contemporanei, Hicks [1969, 63]; e Clower [1977, 211].

⁸ Questa era d'altro canto l'opinione di Keynes [1914b (C.W. 1983), 406].

Non manca chi peraltro, preferisce ricostruire gli eventi in modo opposto [Riese 1986, 59-62, e 1989]. In questa visione alternativa, sarebbe l'economia monetaria ad avere la priorità. Soltanto in un'economia monetaria lo scambio viene scisso nei due atti separati della vendita e del successivo riacquisto; soltanto in un'economia monetaria lo scambio si presenta quindi come carico di incertezza, dal momento che chi vende non sa se potrà riacquistare e chi acquista non sa se ed a quali condizioni potrà rivendere. Sarebbe dunque l'economia monetaria a produrre situazioni di incertezza; e sarebbe la presenza della moneta come intermediario degli scambi a produrre la domanda di moneta come scorta liquida.

Come accennato in precedenza, quesiti di questa natura non verranno presi in considerazione.

1.2. Il finanziamento dell'attività economica

Non sarà superfluo tentare anzitutto di dissipare possibili equivoci di natura terminologica. L'espressione «finanziamento dell'attività economica» può infatti assumere significati differenti, che è bene tenere rigorosamente distinti.

Un primo ordine di problemi riguarda *il finanziamento della domanda globale*. In un'economia monetaria, gli scambi vengono per definizione regolati in moneta. Di conseguenza, ogni livello della domanda globale richiede la disponibilità di una adeguata quantità di moneta. È evidente che, in questa accezione, la moneta viene vista come mezzo di pagamento, e viene perciò considerata nell'istante in cui il pagamento viene effettuato e in cui la moneta viene trasmessa da un operatore all'altro.

Un secondo ordine di problemi riguarda *il finanziamento delle scorte liquide desiderate*. Qui la moneta compare come stock e la sua funzione è di costituire un ammontare di giacenze liquide sufficiente a soddisfare il bisogno di liquidità del mercato, in vista di scambi futuri, certi o incerti. Le origini dello stock di moneta esistente possono essere varie. Si può immaginare che, nel corso del tempo, la moneta oggi esistente sia servita a finanziare gli scambi di beni avvenuti nel corso del periodo precedente; ma si può anche immaginare che la produzione e gli scambi di beni realizzati in precedenza siano stati finanziati da moneta all'uopo creata e poi distrutta.

Esiste infine il così detto problema *del finanziamento degli investimenti*. Come diremo meglio in seguito, sebbene il termine impiegato sia sempre quello di finanziamento, il fenomeno osservato è sostanzialmente diverso. La condizione fondamentale dell'equilibrio macroeconomico è quella dell'eguaglianza fra risparmi e investimenti, per cui il problema del finanziamento degli investimenti si identifica con

quello di assicurare una adeguata disponibilità di risparmio, non già di moneta. D'altro canto, come vedremo, anche il finanziamento degli investimenti comporta problemi connessi all'offerta di moneta e al funzionamento del settore bancario.

1.3. La moneta come mezzo di pagamento

Il ciclo di produzione e distruzione della moneta è facile a descriversi⁹. Supponiamo di trovarci, per dirla con Wicksell, in un'economia di credito puro, nella quale le banche, che per semplicità potremo trattare come un settore consolidato, forniscono crediti generalmente accettati come mezzi di pagamento. E supponiamo altresì, che le operazioni si svolgano per cicli segmentati, ad esempio per settimane. All'apertura delle operazioni, un gruppo di soggetti (possiamo denominarli imprenditori) ottengono dalle banche crediti adeguati per l'acquisto della forza lavoro desiderata. Con il pagamento del monte salari, gli imprenditori diventano debitori delle banche per un ammontare che costituisce la totalità degli impieghi bancari e i salariati diventano creditori per una somma identica che rappresenta l'ammontare totale dei depositi. Se, in luogo degli imprenditori, è il settore pubblico ad iniziare le attività, la natura delle operazioni non cambia: il Tesoro dello Stato diviene debitore del settore bancario (o più specificamente della Banca centrale, se è questa a finanziare il Tesoro), mentre i percipienti, che siano impiegati pubblici o destinatari di trasferimenti, diventano titolari di depositi per lo stesso ammontare. Si costituisce così una situazione triangolare fra banche, imprese e salariati. Se potessimo fotografare la situazione in questo istante, risulterebbe con chiarezza che l'intera quantità di moneta esistente rappresenta un debito delle imprese (o del Tesoro) verso le banche e al tempo stesso un credito, dei salariati o dei sussidiati, verso le banche stesse.

⁹ L'esposizione che segue utilizza largamente quanto contenuto in Graziani [1989], al quale rinviamo. Agli autori del passato ivi citati (Wicksell, Mises, Schumpeter), va aggiunto Rüstow [1932, 1955, 1968], autore poco conosciuto, segnalato da Kaldor, che lo giudica «uno degli economisti veramente importanti del nostro tempo» [Kaldor 1983, 1]. Per le idee di Rüstow, si veda la ampia esposizione di Targetti [1988, 164 ss. e 443-5]. Fra i contemporanei, agli autori citati in Graziani [1989] vanno aggiunti Riese [1986, 28, 105], e Spahn [1987, 11]. Presso gli altri autori, il problema del credito bancario viene trattato quasi esclusivamente sotto il profilo aziendale e definito come input produttivo, elemento della funzione di produzione, e disponibile in quantità limitata [così Vickers 1989]. Il tema della creazione della moneta al di fuori della affrontato soltanto in relazione alla liquidità internazionale. In questo contesto, una rappresentazione corretta della creazione di mezzi di pagamento come processo triangolare si trova in Padoa Schioppa [1989, 76 ss.].

Proseguiamo nella descrizione. I salariati (per semplicità prescindiamo dalla presenza dello Stato) spendono parte del reddito nel mercato dei beni. Per questa via, essi restituiscono liquidità alle imprese, le quali possono in tal modo rimborsare il debito alle banche; anzi esse lo faranno al più presto, per non pagare interessi inutili. Il reddito che i salariati non spendono nel mercato dei beni, il loro risparmio monetario, può subire due destinazioni diverse. Esso può essere speso nel mercato finanziario per l'acquisto di titoli emessi dalle imprese (ad esempio, titoli azionari): anche per questa via, la liquidità torna alle imprese, le quali possono così rimborsare quote ulteriori del debito bancario.

Se viceversa, il risparmio monetario viene tenuto sotto forma liquida, il che nel nostro caso significa sotto forma di deposito bancario, nella misura in cui ciò avviene, i salariati restano titolari di giacenze liquide, e le imprese, per lo stesso ammontare, restano gravate da un debito verso le banche. Le imprese sono ovviamente tenute non soltanto a rimborsare alle banche il finanziamento ricevuto, ma anche a corrispondere su di esso l'interesse pattuito. Il pagamento degli interessi pone peraltro taluni problemi di carattere analitico che qui non verranno analizzati¹⁰.

Allorché viene avviato un nuovo ciclo di operazioni, si ha la concessione di nuovi crediti bancari, con il ripetersi delle fasi ora descritte.

Chiediamoci ora quali sono i tempi di queste operazioni. Se ci troviamo in un mercato ideale di concorrenza perfetta, popolato da soggetti razionali, privo di incertezza, e nel quale le transazioni non comportano alcun costo, le fasi descritte, a rigor di termini, dovrebbero avere luogo *in successione istantanea*. Infatti, ripercorrendo le operazioni dianzi indicate: nessun operatore avrebbe ragione di indebitarsi con le banche se non nel momento stesso in cui deve effettuare un pagamento¹¹. Analogamente, i percettori di redditi (nel nostro caso i salariati) non avrebbero alcuna ragione di tenere moneta oziosa e infruttuosa, e la impiegherebbero immediatamente o nell'acquisto di beni o nell'acquisto di titoli fruttiferi, sia pure riservandosi di convertire i titoli in beni finiti via via che si manifesta l'esigenza di nuovi consumi. Anche le imprese, una volta recuperate le anticipazioni iniziali, procederebbero immediatamente al rimborso del debito, non avendo esse alcuna ragione di trattenere somme oziose e costose. In un siffatto mondo ideale (che peraltro corrisponde agli schemi semplificati della teoria economica), il circuito banche - imprese - salariati - ban-

¹⁰ Per questo punto rinviamo a Graziani [1989, 17-18].

¹¹ Keynes [1936, 196; 1937a, 246 (C.W., 208); 1937b, 669 (C.W., 223)]. La simultaneità di indebitamento e impiego della liquidità è sostenuta da Kaldor e Trevithick [1981, 7].

che avrebbe quindi uno svolgimento istantaneo. La moneta, pur restando una grandezza concettualmente e definitoriamente indispensabile, cesserebbe di essere una grandezza osservabile, e ogni analisi del mercato effettuata in un singolo istante, rimanderebbe all'osservatore l'immagine di un mercato privo di scorte liquide, dando luogo al paradosso di un'economia monetaria priva di moneta ¹².

Affinché l'economia assuma la natura di economia monetaria, non occorre dunque che la moneta sia alcunché di empiricamente osservabile; e affinché la moneta diventi una grandezza empiricamente osservabile, non basta che i pagamenti vengano regolati in moneta. Occorre altresì che, quale che ne sia il movente, *i soggetti trattengano sotto forma di scorta liquida parte della moneta di cui vengono in possesso*.

Questa conclusione consente di comprendere perché, nel corso della sua evoluzione, la teoria monetaria abbia intrapreso due strade distinte. Accanto ad una prima strada, che è quella di analizzare la moneta *nelle sue funzioni di mezzo di pagamento*, si è aperto un secondo percorso di analisi, che conduce alla ricerca della moneta come grandezza osservabile, e quindi alla teoria della *moneta come domanda di scorte liquide*.

1.4. Le due letture della moneta

Le due letture della moneta si sono continuamente avvicinate nel corso del tempo. La definizione iniziale e più intuitiva, fu quella di moneta come mezzo di pagamento. Vale la pena di ricordare la famosa affermazione di J. B. Say:

Quando un produttore ha terminato un prodotto, il suo desiderio maggiore è di venderlo. [...] Ma egli ha altrettanta fretta di disfarsi del denaro, [...], per evitare che anche il valore del denaro non abbia a ridursi [Say, *Traité*, I, 1826, 183].

Con questa impostazione, rimane esclusa ogni giacenza liquida che sia non già forzosa, bensì frutto di scelta razionale. Per definizione, la giacenza liquida diventa fonte di costi, a fronte dei quali non sussiste alcun vantaggio. Ma è anche evidente che se gli operatori riuscissero davvero a sopprimere ogni scorta liquida, senza trattenere moneta oziosa nemmeno per un istante, le scorte liquide scomparirebbero del tutto.

¹² Questo pericolo venne già intuito da Wicksell, il quale effettuò una costruzione particolare in virtù della quale i risparmi monetari si tramutano in giacenze liquide fruttifere, e le imprese sono in grado di rimborsare i debiti bancari solo al termine del periodo di produzione [Wicksell 1898; si veda anche Hahn 1988].

Con l'affermarsi della teoria marginalista della domanda basata sull'utilità, si presentò il problema di inquadrare anche la moneta nella teoria generale della domanda. Qui si sovrapponevano due difficoltà.

Anzitutto, come si è detto, se per definizione la moneta in sé non veniva considerata fonte di alcuna utilità, essa non poteva nemmeno essere oggetto di domanda. Anche rifiutando di riconoscere una utilità alle scorte liquide, si sarebbe potuto attribuire una utilità alla disponibilità di moneta *in quanto strumento per accedere al mercato*. Si sarebbe trattato in realtà di riconoscere un fatto di comune esperienza. Ne aveva parlato Stuart Mill, quando aveva definito la moneta come «biglietto di ingresso» al mercato (J. Stuart Mill, *Principi*, Libro III, cap. 7, § 3). Ne avrebbe parlato, e assai più diffusamente, Schumpeter, che avrebbe fatto dell'accesso al credito la leva centrale del progresso. Ne ha riparlato, a mezzo secolo di distanza, Clower, quando, nel ripercorrere la teoria dell'equilibrio economico generale, si è chiesto come può, in un'economia monetaria, mettersi in moto la catena degli scambi¹³.

Ma qui si frapponeva un secondo e maggiore ostacolo. La teoria neoclassica del mercato di concorrenza perfetta è costruita sull'assunto che nel mercato agisca un insieme di operatori uguali ed indistinti, tutti parimenti abilitati ad accedere agli scambi, purché dotati di risorse reali iniziali, non importa se costituite da beni finiti o da servizi lavorativi. Per la teoria dell'equilibrio generale, il vero biglietto di ingresso nel mercato è la disponibilità di un'offerta reale, di beni o di lavoro, non la disponibilità di moneta. Nel mondo neoclassico, la moneta perde così ogni utilità diretta, non soltanto come scorta liquida, ma anche come fonte di potere d'acquisto.

Non restava quindi che la famosa soluzione di ripiego, consistente nell'attribuire alla moneta *una utilità indiretta*, misurata dall'utilità dei beni che la moneta consente di comprare. Soluzione questa che ad alcuni parve pienamente praticabile, ad altri sembrò equivalente a negare la possibilità di costruire la domanda di moneta sulla base della teoria dell'utilità. E non mancarono casi contraddittori di autori (come Fisher, il Keynes della *Riforma monetaria*, o Maffeo Pantaleoni) che, mentre negavano alla moneta ogni utilità diretta, ammettevano invece la presenza di una domanda di scorte liquide.

Ammettere che ciò che assicura l'ingresso al mercato sia la moneta e non l'offerta di beni o servizi reali, era proposizione che contrastava con gli assunti fondamentali della costruzione neoclassica. Viceversa,

¹³ Clower [1967]. La medesima idea è stata sviluppata in un modello completo di economia monetaria da Trezza [1975, specie capp. I e II], dove però la moneta viene considerata come proveniente dal disavanzo pubblico.

la teoria neoclassica poteva, sia pure superando alcune difficoltà, assorbire l'idea che la moneta potesse presentare una utilità sua propria *in quanto scorta liquida*.

Come è noto, vi è chi ha attribuito questa idea, sia pure in forma embrionale, allo stesso Walras. Patinkin, sulla scorta dei due articoli di Marget del 1931 e del 1935, ha dedicato una lunga e minuziosa analisi a dimostrare come anche in Walras emerga, sia pure in modo incompleto, l'idea della domanda di scorte monetarie¹⁴. A suo giudizio, tuttavia, l'equazione della domanda di moneta presentata da Walras sarebbe priva di supporto teorico, in quanto Walras avrebbe giustificato la domanda di moneta unicamente attraverso l'esistenza di un intervallo tecnico fra incassi e pagamenti, senza attribuirle all'utilità specifica derivante dal possesso di una scorta liquida.

Walras definisce la domanda di moneta in modo indiretto, come residuo rispetto all'offerta. A sua volta, l'offerta di moneta viene definita come pari alla dotazione iniziale detratte le somme necessarie all'acquisto dei beni desiderati (le quantità domandate dei beni reali sono già determinate dall'equilibrio sul mercato dei beni). La quantità domandata di moneta coincide quindi con la quantità che si intende spendere per l'acquisto di un insieme predeterminato di beni. Resta dunque anzitutto acquisito che la domanda di moneta è una domanda di moneta reale, e non nominale. Poiché il domandare moneta comporta la rinuncia a dare a prestito (o la necessità di prendere a prestito) il costo della moneta è il tasso di interesse. Walras pone infatti in modo esplicito la domanda di moneta *come funzione inversa dell'interesse*.

D'altro canto, poiché Walras esclude per definizione la presenza dell'incertezza, non restano che due soli modi per giustificare la domanda di moneta. Una prima strada è quella di ammettere che esistano vincoli tecnici che costringono il soggetto a tenere una scorta liquida temporaneamente oziosa; in questo caso, come vuole Patinkin, va riconosciuta a Walras l'aspirazione, anche se incompiuta, a fondare la categoria della scorta liquida transattiva. Una seconda strada è quella di riconoscere che, in una economia monetaria, il possesso di moneta è un passaggio obbligato per l'acquisto di beni, e che questa è la ragione fondante della domanda di moneta, indipendentemente dal fatto che la scorta liquida conferisca o meno utilità a chi la possiede. Questa seconda lettura presenta forse maggiore aderenza al testo di Walras. Essa vanterebbe inoltre l'appoggio di Schumpeter che, al termine di una attentissima analisi, conclude affermando che Walras «dimostra che il dover fare fronte all'incertezza non è elemento indi-

¹⁴ Patinkin [1965, Nota C, 541 ss., specie 550-63]. Per una attenta e utilissima ricostruzione della domanda di moneta in Walras, si veda Montesano [1986].

spensabile perché la moneta circoli e venga trattenuta» [Schumpeter 1914].

Dopo Walras, la strada fu aperta ai teorici della moneta come scorta liquida. Si trattò peraltro di un percorso costellato di incertezze¹⁵.

Il primo a portare a compimento l'opera di Walras fu Karl Schlesinger in un saggio pubblicato nel 1914 [Schlesinger 1914]. Si tratta di autore tuttora poco noto. Ellis, che dedicò un intero volume all'analisi della teoria monetaria tedesca, si limitò a raccomandare la lettura della sua opera agli economisti matematici [Ellis 1934, 175, n. 1]. Tanto Schumpeter quanto Patinkin hanno espressamente richiamato l'attenzione sull'importanza del suo contributo¹⁶ e, in un momento successivo, il suo volume di teoria monetaria è stato parzialmente tradotto in inglese [Schlesinger 1959]. Con tutto ciò, il lavoro di Schlesinger rimane ancora oggi poco utilizzato.

Schlesinger, dopo avere stabilito che la domanda di scorte liquide ha per oggetto la quantità reale, e non nominale, di moneta, chiarisce che la moneta possiede utilità non già in quanto spesa bensì in quanto trattenuta come giacenza liquida. Egli scrive:

Anche se le entrate monetarie possono essere spese immediatamente, [...], rimane sempre la necessità di trattenere una scorta di contante per coprire le spese, nella misura in cui queste nel corso della giornata precedono le entrate, o anche hanno soltanto la possibilità di precederle (p. 87);

Ogni soggetto tiene conto del possibile presentarsi improvviso di esigenze di consumo, così come del fatto che nel corso della sua attività imprenditoriale possono darsi occasioni particolarmente favorevoli di nuovi affari o esigenze improvvise di spese di esercizio (p. 96);

Se, come supponiamo, non vi è la possibilità di coprirsi attraverso il credito, [...], e quanto maggiori gli ostacoli dovuti ad attriti, [...], tanto più converrà evitare questo pericolo mediante riserve di cassa che possono essere utilizzate per soddisfare i bisogni più diversi, [...]. La perdita di reddito individuale dovuta al fatto che le riserve liquide non vengono messe a frutto, è simile ad un premio di assicurazione contro il rischio. (pp. 96-7) [Si noti l'espressione «premio di assicurazione», singolarmente vicina al linguaggio oggi impiegato da Hyman Minsky].

E infine, impiegando esplicitamente il termine «utilità», Schlesinger conclude:

¹⁵ Su questo punto rinvio alla esposizione di Patinkin [1965, Nota D, 573 ss.].

¹⁶ Schumpeter [1954, 1082], parla di «first-class performance». È bene notare che Schumpeter limita gli elogi alla trattazione della domanda di moneta contenuta nel cap. III, mentre si astiene dal citare il rimanente dell'opera, nella quale Schlesinger ricade nella consueta confusione fra risparmi e depositi bancari [Schlesinger 1914, 112 e 119]. Un'esposizione diffusa del contributo di Schlesinger si trova in Patinkin [1965, 88 e 576].

La riserva di cassa verrà accresciuta fintantoché il valore reale della perdita di interessi che in tal modo viene subita è più piccola della «utilità marginale» del premio (p. 97).

Dopo avere dimostrato che l'utilità marginale della scorta liquida è decrescente, egli definisce come posizione di equilibrio quella in cui il tasso dell'interesse risulta pari all'utilità marginale della scorta liquida reale. Da qui, egli deduce la domanda di moneta come funzione inversa dell'interesse:

quanto più basso il tasso dell'interesse, tanto maggiori, *ceteris paribus*, le riserve trattenute, e viceversa (p. 99).

Il contributo di Schlesinger rimase ignorato. Di conseguenza, fu soltanto con il famoso articolo di J. R. Hicks del 1933¹⁷, e con la pubblicazione nel 1936 della *Teoria generale* di Keynes, che la teoria dell'utilità della moneta, intesa come utilità autonoma e connessa all'esistenza dell'incertezza, ebbe la sua consacrazione ufficiale.

La teoria della moneta come scorta liquida offuscò totalmente la primitiva teoria della moneta come mezzo di pagamento. Soltanto di recente questa impostazione è stata riportata in onore da alcuni autori di scuola francese. Vale la pena di notare che coloro che, come Bernard Schmitt, sviluppano con rigore la teoria della moneta come mezzo di pagamento, ritengono necessario distanziarsi a tal punto dall'idea della moneta come scorta liquida, da sostenere che la moneta non ha esistenza se non nell'istante in cui un pagamento viene effettuato; e che, se essa viene trattenuta come scorta liquida, non più di moneta si deve parlare bensì di ricchezza finanziaria [Schmitt 1984, 247]. Sembra quindi che le due visioni si siano polarizzate. Chi segue la teoria delle scorte liquide nega rilevanza alla moneta come mezzo di pagamento; chi riconosce nella moneta il mezzo di pagamento, nega l'esistenza di autentiche scorte di moneta.

1.5. Problemi sollevati dalla teoria della moneta come scorta

Il passaggio ad una teoria della moneta intesa come scorta liquida venne salutato come un'acquisizione decisiva della teoria economica [Patinkin 1965 (1956), cap. V, 78 ss. e Nota D]. La definizione della moneta come scorta liquida risolveva il problema di conferire alla moneta i requisiti di bene utile e di grandezza osservabile. Per altro verso, essa dava luogo ad un nuovo equivoco, derivante dal fatto che se, come si è detto, era perfettamente corretto riconoscere soltanto alle

¹⁷ Hicks [1933]. Si veda anche, con contenuto simile, Rosenstein Rodan [1936].

scorte liquide la natura di grandezze osservabili, era viceversa erroneo, come peraltro venne fatto e viene fatto tuttora, ritenere che fra le diverse possibili funzioni della moneta, quella della scorta liquida sia l'unica rilevante.

È quindi importante stabilire alcune conseguenze analitiche che la svolta nella teoria monetaria ha prodotte. Esse possono essere indicate sinteticamente come segue:

a) Con l'impostazione in termini di scorte liquide, scompare la categoria che Robertson denominava *domanda di moneta da spendere*¹⁸. Come disse Patinkin, se qualcuno domanda moneta con l'intenzione di spenderla, egli sta in realtà domandando non già moneta ma beni [Patinkin 1965, 79]. La domanda di moneta da spendere viene a volte identificata con la domanda di credito (il caso dell'impresa che si indebita per acquistare mezzi di produzione), a volte con la offerta di lavoro (il caso del lavoratore che tenta di procurarsi un reddito per acquistare beni). Il più delle volte, la «domanda di moneta da spendere» viene del tutto trascurata e sostituita direttamente dalla domanda di beni. Le modalità con cui la domanda di beni viene finanziata non vengono analizzate, il che, nel caso del soggetto che si finanzia mediante credito, equivale a supporre una piena identità tra valutazioni delle imprese (che decidono la domanda di mezzi di produzione) e valutazioni delle banche (che effettuano il relativo finanziamento). Come diremo in seguito, un'ipotesi simile potrebbe nascondersi dietro il fatto che, nella *Teoria generale*, le banche siano assenti;

b) Una volta ridotta la moneta a scorta liquida, la tipologia della moneta si amplia: *qualsiasi bene*, purché accettato nelle scorte liquide, *diventa una forma di moneta*. È sotto questo profilo che Kaldor attribuisce alla moneta la natura di variabile endogena [Kaldor e Trevithick 1981], e che Minsky può affermare che qualsiasi soggetto è in grado di produrre moneta, purché la sua promessa di pagamento venga accettata nelle riserve liquide di altri¹⁹. Un'estensione simile verrebbe viceversa rifiutata dai cultori della teoria della moneta come mezzo di pagamento. Per costoro, sono moneta non già i beni accettati come scorta liquida, ma i soli beni che fungono da mezzo di pagamento (mezzi che di fatto si riducono alla moneta legale e ai depositi bancari). Se una merce viene acquistata contro una semplice promessa di pagamento (la moneta creata da chiunque, di cui parla

¹⁸ Robertson scrive: «[...] in those days, Mr. Keynes was so taken up with the fact that people sometimes acquire money in order to *hold* it, that he had apparently all but entirely forgotten the more familiar fact that they often acquire it in order to *use* it. In later articles, Mr. Keynes has regained memory of this simple truth», [Robertson 1966, 161].

¹⁹ Minsky [1980, 507-9]; Kregel [1988, 36] che segnala l'idea dell'innovazione finanziaria come presente anche nella *Teoria generale*, cap. 21.

Minsky) questo è un caso di vendita a credito a non di un pagamento effettuato in moneta;

c) La definizione della moneta come scorta liquida, viene, il più delle volte, congiunta con una definizione restrittiva di equilibrio, in virtù della quale, in equilibrio, i debiti di ogni operatore dovrebbero risultare estinti. Viene così forzatamente esclusa dal novero della moneta ogni scorta liquida proveniente da crediti concessi dalle banche alle imprese (perché questi darebbero luogo a debiti pendenti, incompatibili con l'equilibrio). Nella posizione di equilibrio, rimane allora *la sola moneta creata dal Tesoro*, che è pari a quella parte del disavanzo pubblico coperta non già da debito verso i risparmiatori ma da indebitamento verso la banca centrale; restrizione questa che infatti risulta sempre presente nei più semplici e più comuni modelli macroeconomici;

d) Una volta eliminate le banche e il credito bancario dall'equilibrio macroeconomico, la categoria dell'interesse viene circoscritta al compenso, caro ai neoclassici, *pagato dalle imprese ai risparmiatori* sui titoli da costoro posseduti. Scompare la categoria, cara invece ai classici, dell'interesse versato dalle imprese alle banche, con la connessa contrapposizione fra capitale industriale e finanziario;

e) Infine, e più grave, una volta eliminate le banche, le quali, essendo per definizione produttrici di debiti, sarebbero anche incompatibili con l'equilibrio, rimane superstita un solo mercato nel quale si trattano risorse liquide, che è *il mercato finanziario*, dove i salariati cedono risparmio monetario in cambio di titoli emessi dalle imprese. In un modello simile, sembra davvero che sia il mercato finanziario a fornire liquidità alle imprese; mentre, come affermava con rigore impeccabile Costantino Bresciani-Turroni, il mercato finanziario non produce liquidità fresca ma, alla pari del mercato dei beni, «rende soltanto possibile agli imprenditori il rimborso dei debiti bancari»²⁰. Chi, sulle tracce di questo modello stravolto, ritiene che il mercato finanziario sia davvero per le imprese una fonte di liquidità, viene fatalmente indotto a confondere liquidità e risparmio, categorie che invece hanno ben poco in comune²¹.

2. La «Teoria generale»

La tesi centrale di questo scritto è stata già anticipata. Essa consiste nell'idea che la concezione della moneta come scorta liquida ven-

²⁰ Bresciani-Turroni [1936, 21-22]. La stessa affermazione, quasi con le stesse parole, in Spahn [1987, 6].

²¹ Asimakopulos [1988, 156-58]. Analoga trattazione congiunta del risparmio e della liquidità si trova in Termini [1988, 108-9].

ga impiegata da Keynes unicamente nella *Teoria generale*. In tale opera, la definizione di moneta come scorta liquida risulta utile al fine di confutare la legge di Say e di giungere a dimostrare la possibilità di una disoccupazione persistente. All'infuori della *Teoria generale*, sia in opere precedenti, come nel *Trattato sulla moneta*, sia negli scritti successivi, come nei saggi pubblicati nel 1937-39 e vertenti sul finanziamento dell'economia, Keynes utilizza la concezione più ampia della moneta, intesa sia come scorta liquida che come mezzo di pagamento.

2.1. Il modello della «Teoria generale»

La struttura analitica della *Teoria generale* è nota. Ci limiteremo quindi ad un richiamo strettamente limitato.

Nella *Teoria generale*, il volume della produzione è determinato dalla domanda globale e il mercato, quale che sia il livello iniziale di attività, si assesta sul livello indicato dalla domanda. La domanda di investimenti, come è noto, dipende dalle prospettive di profitto e dal tasso dell'interesse, mentre la domanda di consumi dipende dal reddito. Volendo ricostruire un processo di convergenza verso l'equilibrio, possiamo immaginare che gli imprenditori, ottenuto un finanziamento iniziale dalle banche, diano avvio alla produzione di beni di consumo e di beni capitali in quantità che possiamo anche immaginare fissate a caso. La produzione genera redditi monetari che danno luogo ad una domanda di consumi; gli stessi redditi generano risparmi che, a seconda della preferenza per la liquidità, si distribuiscono tra mercato finanziario e scorte liquide, determinando il prezzo dei titoli ed il tasso dell'interesse. Tuttavia il livello iniziale della produzione è irrilevante, dal momento che l'equilibrio viene raggiunto soltanto allorché la produzione si adatta alla domanda globale generata dagli investimenti e dalla propensione al consumo (o, in altri termini, allorché i risparmi eguagliano gli investimenti). Ogni livello di produzione diverso darebbe luogo a un eccesso di domanda o ad un eccesso di offerta. Purché la propensione marginale al consumo sia minore dell'unità, l'equilibrio risulta stabile e viene quindi raggiunto quale che sia il livello iniziale della produzione.

2.2. Un possibile equivoco

Il quadro sintetico ora tracciato della teoria della domanda globale, mentre potrebbe sembrare superfluo, risulta utile allo scopo di dissipare un equivoco minore ma frequente.

Esiste un modo molto diffuso di spiegare la formazione della domanda globale. In tale versione, invece di supporre che gli imprendi-

tori comincino con il produrre, sia pure in quantità arbitrarie e non di equilibrio, beni di consumo e beni capitali, si suppone che gli imprenditori comincino con il produrre *unicamente beni capitali*, grazie ad un finanziamento iniziale ottenuto per la realizzazione di un investimento. La produzione di beni capitali darebbe luogo alla formazione di redditi monetari, i quali attraverso l'azione del moltiplicatore, genererebbero una domanda indotta, e quindi anche una produzione, di beni di consumo, fino a giungere all'eguaglianza fra risparmi e investimenti.

Un'esposizione simile genera l'idea che il credito bancario iniziale venga impiegato *unicamente per la realizzazione degli investimenti*, e che la produzione di beni di consumo venga invece finanziata dalla spesa dei consumatori²². Dovrebbe invece essere chiaro che il credito bancario iniziale serve a finanziare *l'intera produzione*, non importa se costituita da beni di consumo o da beni capitali, mentre i redditi spesi dai consumatori, non importa se per l'acquisto di beni o per l'acquisto di titoli emessi dalle imprese, servono alle imprese, non già per finanziare la produzione, bensì per rimborsare alle banche i finanziamenti iniziali ricevuti. Produzione di consumi e produzione di investimenti sono soggette agli stessi cicli di finanziamento: il finanziamento iniziale della produzione non può essere assicurato se non da credito bancario, mentre il recupero delle somme erogate e il rimborso del credito non possono essere assicurati se non dalla spesa, effettuata nel mercato dei beni o nel mercato dei titoli, dei redditi generati dalla produzione.

Vale la pena ancora di notare che allorché la formazione della domanda globale viene illustrata a partire dagli investimenti, e allorché si lascia intendere che gli investimenti vengano finanziati mediante credito bancario, si dà luogo all'idea ancora più cervellotica che un sistema bancario gestito correttamente, dovendosi limitare a finanziare gli investimenti, altro non farebbe se non trasmettere alle imprese il risparmio prioritariamente raccolto sotto forma di depositi [Hayek 1933, 153 ss. e 190]. Dovrebbe invece essere chiaro che la raccolta di depositi non può avere alcuna priorità rispetto agli impieghi, essendo proprio gli impieghi a generare i depositi.

2.3. Il ruolo delle banche nella Teoria generale

Torniamo alla *Teoria generale*. In questa opera, Keynes adotta l'ipotesi che la quantità di moneta esistente sia una grandezza data. È

²² Un'idea simile, peraltro assai diffusa, si trova anche in Kaldor; cfr. Targetti [1988, 358].

noto peraltro che, al giorno d'oggi, non tutti concordano nel ritenere che questa ipotesi valga per l'intera trattazione della *Teoria generale* [Moore 1984]. Lo stesso Keynes affermò che egli non intendeva affatto assegnare alla quantità di moneta un valore costante [Keynes 1938, 321 n. (C.W., XIV, 232 n.)]. Keynes aveva peraltro buone ragioni analitiche per considerare la quantità di moneta alla stregua di un parametro.

Come si ricorderà dalla descrizione della circolazione monetaria data in precedenza, la moneta viene creata nel momento in cui le banche forniscono credito alle imprese per l'avvio del processo produttivo, e viene distrutta nel momento in cui i percipienti di redditi monetari spendono il proprio reddito in consumi o nell'acquisto di titoli emessi dalle imprese. Se quindi si suppone che la quantità di moneta esistente resti costante, ciò significa anche supporre che la totalità dei redditi monetari generati in ogni ciclo produttivo venga spesa, non importa se per acquistare beni o per acquistare titoli finanziari e che nulla venga destinato ad accrescere le scorte liquide. Una simile ipotesi equivale a supporre che, al termine di ogni periodo, le imprese saldino la totalità dei debiti contratti con le banche all'inizio del periodo stesso; il che equivale a stabilire che il rimborso dei debiti bancari sia addirittura una condizione di equilibrio.

Ora noi sappiamo che, al fine di rispettare tale condizione, le imprese devono offrire sul mercato finanziario titoli aventi un rendimento tanto elevato da attrarre la totalità del risparmio monetario formatosi nel corso del periodo. Il che, a sua volta, significa che, se la preferenza per la liquidità risulta elevata, il tasso di interesse sui titoli potrà diventare tanto alto da scoraggiare gli investimenti e produrre disoccupazione. Ecco quindi che l'ipotesi di una quantità di moneta costante, che potrebbe apparire una mera semplificazione del ragionamento, risulta invece preziosa per dimostrare quello che a Keynes stava a cuore, e cioè che l'economia monetaria produce di regola disoccupazione.

3. La moneta come mezzo di pagamento nel pensiero di Keynes

L'esigenza di considerare la moneta come mezzo di pagamento proviene, come abbiamo già osservato, dalla necessità di analizzare separatamente la condotta delle banche e delle imprese, di tenere distinta la domanda di credito dalla domanda di moneta, e di distinguere i profitti delle imprese, derivanti dall'esercizio di attività produttive, dai profitti delle banche, provenienti dall'esercizio del credito.

Se si desidera che questi elementi emergano in modo esplicito, è necessario che il modello comprenda distintamente il mercato del credito, nel quale si confrontano banche e imprese, e il mercato della

moneta, nel quale la domanda di scorte liquide deve eguagliarsi con l'offerta, costituita dalla quantità di moneta creata in precedenza dalle banche.

Nella *Teoria generale* Keynes optò per un modello semplificato, nel quale la quantità di moneta viene considerata come grandezza data e le sue origini non vengono analizzate. Ma nelle altre opere è presente, sia pure senza la struttura di un modello formale, la problematica del ciclo completo della produzione e distruzione dei mezzi monetari.

Può essere interessante ricordare come, fin dai suoi primi scritti di teoria monetaria, Keynes si fosse dichiarato insoddisfatto dello stato degli studi monetari e bancari in Inghilterra. Già nel 1911, nel recensire «Il potere d'acquisto della moneta» di Irving Fisher, egli scriveva:

In Inghilterra, lo stato della teoria monetaria e della letteratura che la riguarda si presenta in notevole contrasto con lo sviluppo di queste dottrine negli Stati Uniti. Da quasi vent'anni, [...], in Inghilterra non è stato pubblicato alcun contributo sostanziale in questa materia. [...] Non è un'esagerazione dire che in Inghilterra la teoria monetaria, nella sua forma più accurata, è diventata una questione di tradizione orale [Keynes 1911, 393 (C.W., vol. XI, 375)].

A suo avviso, gli studi monetari erano assai più progrediti nei paesi dell'Europa continentale. Pochi anni dopo, nel recensire il libro di Bendixen sulla moneta, egli scriveva:

Se questo libro fosse uscito dalla penna di un direttore di banca inglese, sfiorerebbe il prodigio. Ma in Germania i rapporti tra conoscenze e vita pratica si trovano in una situazione diversa [Keynes 1914a, 418 (C.W., vol. XI, 401)].

Ancora quindici anni dopo, scrivendo il *Trattato*, nell'analizzare la natura dell'attività bancaria, Keynes poteva citare un solo autore inglese, il Crick [Keynes 1930, I, 25; Crick 1927], mentre nei capitoli successivi egli si basava largamente sulle opere di Wicksell e, specialmente nei capitoli 12 e 13, forniva autorevoli e sostanziosi rinvii alla letteratura monetaria tedesca.

3.1. Moneta merce e moneta credito

Per una analisi del pensiero monetario di Keynes all'infuori della *Teoria generale*, conviene partire dalle sue idee in merito *alla natura della moneta*, anche se la sua posizione su questo problema deve essere ricostruita a partire da osservazioni sparse e a volte occasionali.

Su di un punto, Keynes fu fermissimo: che un autentico mezzo monetario non è, né può essere, una moneta merce. Anche quando,

come accadeva in India, la moneta è rappresentata da pezzi metallici, si tratta sempre di una moneta segno, non diversa nella sostanza da un biglietto di banca. La rupia indiana, egli scrive, «è un biglietto di banca stampato su un pezzo d'argento»²³. Analogamente, nel 1913, nel recensire una nuova pubblicazione in materia di moneta, Keynes scriveva, questa volta in termini ancora più espliciti:

Non soltanto si è pensato che soltanto la moneta avente valore intrinseco sia moneta «solida», ma si è anche pensato sovente che un ricorso alla storia della moneta mostrasse che la moneta dotata di valore intrinseco fosse l'antica e originaria moneta ideale, dalla quale soltanto i perversi si sono allontanati. [...] Una storia simile è soltanto un mito [Keynes 1914b, 421 (C.W., vol. XI, 406)].

Keynes riteneva altresì (ma su questo occorrerebbe forse effettuare riflessioni più accurate) che la moneta di Stato, essendo soltanto un simbolo privo di valore intrinseco, ed essendo soltanto una promessa formale di pagare al portatore un determinato ammontare di oro, potesse circolare soltanto in virtù di una imposizione di legge:

Questo diritto /di battere moneta/, egli scrive nel *Trattato* citando Knapp, viene rivendicato da tutti gli Stati moderni, e lo è stato almeno da alcune migliaia di anni [Keynes 1930, cap. I (i), 4].

Keynes era dunque pienamente convinto della natura creditizia della moneta, così come egli era convinto del fatto che la moneta bancaria, e cioè i depositi bancari, venga creata dalle banche attraverso la concessione di prestiti, e non già, come sovente si crede, raccolta dalle banche sotto forma di depositi per essere avviata a nuovi impieghi. Nelle pagine introduttive del *Trattato*, egli spiega ampiamente come l'attività bancaria sia un'attività di creazione e non di trasmissione di liquidità:

I banchieri giungono alla conclusione che, per il sistema bancario nel suo complesso, sono i depositanti a prendere l'iniziativa, e che le banche non possono prestare di più di quanto i depositanti abbiano loro affidato. Ma l'economista non può accettare questa come quella proposizione ovvia che si pretende essa sia [Keynes 1930, cap. 2 (i), 25].

Del resto, già negli scritti sulla moneta dell'antichità, Keynes aveva affermato chiaramente che anche nel passato la circolazione monetaria si era basata non già sul valore intrinseco delle monete bensì sulla

²³ Keynes [1913, cap. 3]. Questa espressione piacque a Schumpeter che, anni dopo, la riprese definendo le monete metalliche come «biglietti di Stato stampati su argento» [Schumpeter 1931-32, rist. 1985, 146].

fiducia riscossa dall'emittente; cosa questa che spiega perché le prime banche furono i santuari ed i primi banchieri furono i sacerdoti²⁴.

3.2. La moneta come finanziamento preventivo

Il concetto di moneta come potere d'acquisto preventivo, necessario ad alimentare la domanda di beni compare con chiarezza nel *Trattato*, allorché Keynes analizza i passi necessari per realizzare un aumento di esborsi monetari:

Affinché i produttori possano e vogliano produrre a costi di produzione più elevati, [...], essi devono essere in grado di ottenere la disponibilità di un ammontare adeguato di moneta e di beni strumentali; [...] il sistema bancario prende parte all'operazione come fattore equilibrante e, controllando il prezzo e l'ammontare del credito bancario, controlla necessariamente quanto viene speso in totale per l'acquisto del prodotto. In tal modo, il primo anello nella sequenza causale è il comportamento del sistema bancario²⁵.

In questo passaggio, Keynes prende in considerazione soltanto «il primo anello della sequenza causale». La sequenza causale completa emerge, sempre in assenza di una analisi sistematica e completa, in altri scritti. Fra questi, vengono in primo luogo le famose righe del vol. 29 dei *Collected Writings* (ormai sciupate dalle troppe citazioni, non sempre accompagnate da pari approfondimento analitico) nelle quali Keynes ricorda il circuito denaro – merce – denaro di Marx [Keynes 1971-83, vol. XXIX, 81].

3.3. Creazione e distruzione di moneta

In altri brani, meno frequentati dai conoscitori, Keynes mostra di avere chiaro in mente non soltanto il concetto di produzione capitalistica come accrescimento di ricchezza in generale misurata in termini monetari, ma anche le fasi tecniche del processo di creazione e distruzione della moneta, dalla produzione di credito ad opera delle banche, al finanziamento della produzione, al ritorno della liquidità alle imprese, reso possibile dalla vendita di merci e dall'emissione di titoli,

²⁴ Keynes [1920, 223 ss.]. Si veda anche quanto detto nel *Trattato* [Keynes 1930, I, cap. I (vi)]. I rapporti fra circolazione monetaria e istituzioni religiose nel mondo antico sono analizzati da Heinsohn e Steiger 1983 e 1989.

²⁵ Keynes [1930, I, 182]. Analoghe affermazioni si trovano nei luoghi del *Trattato* in cui Keynes analizza quella che egli denomina la «direzione causale del cambiamento» [Keynes 1930, I, 138]; le conseguenze di un aumento nella quantità di moneta [Keynes 1930, I, 262-5]; la fase espansiva del ciclo economico [Keynes 1930, I, 285].

al rimborso finale del credito bancario. Vale la pena di seguire singolarmente queste fasi così come vengono trattate dallo stesso Keynes.

1) *Creazione di liquidità*. La prima fase, o «il primo anello», come lo stesso Keynes lo denomina [Keynes 1930, I, 182], è costituito dalla somministrazione di credito alle imprese che devono affrontare i costi del processo produttivo. Come abbiamo visto, nel *Trattato* Keynes non ha difficoltà a riconoscere che all'origine del finanziamento si trovano le decisioni del sistema bancario [*ibidem*]. Ancora nel 1937, egli affermava:

Il finanziamento ottenuto /dalle imprese/ [...] viene fornito per lo più da istituzioni specializzate, ed in particolare dalle banche [Keynes 1937b, 666 (C.W., XIV, 219)].

Questa affermazione viene peraltro lievemente modificata subito dopo, allorché Keynes sottolinea con particolare vigore il fatto che l'impresa dispone in linea di principio, di due possibili fonti di finanziamento, il credito bancario e l'emissione di titoli nel mercato finanziario [Keynes 1937a, 246 (C.W., XIV, 208)]. Questa posizione di Keynes fu oggetto di una vivace, ma forse sterile, polemica fra Keynes e Robertson, il quale obiettò a Keynes che:

Il buon senso suggerisce che il modo naturale perché un finanziamento venga effettuato è che le banche svolgano le funzioni base dell'attività bancaria, che è quella di prestare denaro a chi desidera impiegarlo [Robertson 1937, 432].

In realtà, l'insistenza di Keynes nel sostenere che il mercato finanziario può essere fonte di liquidità alla pari del credito bancario, ineccepibile in linea di principio, non sembra giustificata sul piano del realismo. A voler essere rigorosi, si può anche immaginare che, una volta creata la prima lira di liquidità, l'intero sviluppo economico successivo possa essere finanziato mediante emissioni di titoli sul mercato finanziario, e che ogni ulteriore aumento nel volume degli scambi venga reso possibile da aumenti illimitati della velocità di circolazione. Ma si tratta di un caso meramente immaginario. È dunque probabile che l'insistenza di Keynes nel sottolineare l'importanza del mercato finanziario, non derivasse né da ragioni di principio, né da convincimenti analitici, quanto piuttosto dal fatto che poiché egli stesso, nella *Teoria generale*, aveva trattato esclusivamente i mercati finanziari, lasciando totalmente da parte il credito bancario, il riportare il credito bancario al centro della scena gli sarebbe parso un negare la rilevanza del modello presentato nella sua opera maggiore. È dunque assai probabile che egli stesso fosse pienamente convinto della elementare verità che la liquidità iniziale viene fornita alle imprese essenzialmente dal sistema bancario.

2) *Finanziamento della produzione*. La seconda fase della sequenza consiste nell'utilizzazione che le imprese fanno del credito bancario. Abbiamo visto a suo tempo che il finanziamento iniziale viene utilizzato dalle imprese per la realizzazione della produzione in generale, non importa se di beni di consumo o di beni capitali. È questo un punto che Keynes vede con assoluta chiarezza. Sebbene, nel parlare di liquidità iniziale, egli stesso a volte parli di finanziamento degli investimenti, tuttavia quando egli dedica al problema attenzione specifica, egli afferma ripetutamente:

La produzione di beni di consumo esige una fornitura preventiva di fondi esattamente nella stessa misura in cui la richiede la produzione di beni capitali²⁶.

Come abbiamo ricordato in precedenza, è viceversa un'opinione diffusa nella letteratura che, mentre gli investimenti vengono finanziati dal credito bancario, e proprio per questo rappresentano la componente autonoma della domanda globale, i consumi verrebbero finanziati dalla domanda del mercato e quindi dal reddito dei consumatori. Affermazioni simili, correnti nella letteratura, non sembrano peraltro dotate di fondamento. Se consideriamo *il finanziamento iniziale*, e cioè la fornitura di liquidità che consente alle imprese di produrre beni, tale finanziamento è fornito per intero dal credito bancario o, nei limiti in cui ciò è tecnicamente possibile, dal mercato finanziario; in ogni caso esso non proviene dal reddito speso. Se invece discutiamo *del finanziamento finale*, e cioè della raccolta di liquidità che consente alle imprese, non già di attendere alla produzione, bensì di rimborsare i crediti ricevuti, allora tutta la liquidità raccolta dalle imprese, sia quella raccolta vendendo beni che quella raccolta collocando titoli, proviene da redditi distribuiti in precedenza. In questo senso, non soltanto il consumo, ma anche l'investimento è finanziato dal reddito.

Naturalmente, come abbiamo ricordato, è sempre possibile che una parte del reddito venga accantonata sotto forma liquida, e che di conseguenza le imprese restino, per lo stesso ammontare, debentrici delle banche. Ma in questo caso, il credito bancario residuo non sta finanziando né i consumi, né gli investimenti, bensì le giacenze liquide della collettività.

3) *Rimborso del debito*. La fase successiva della sequenza consiste nel ritorno della liquidità alle imprese che se ne servono per rimborsare il credito bancario. Come abbiamo detto ormai più volte, le im-

²⁶ Keynes [1939, 573 (C.W., XIV, 282)]. Le citazioni peraltro potrebbero essere numerose: Keynes [1937b, 667 (C.W., 221)]; Keynes [1939, 573 (C.W., XIV, 283)].

prese possono tornare in possesso della liquidità erogata sia vendendo merci che collocando titoli.

Anche questo rappresenta un punto difficilmente accettato nella letteratura, che per lo più insiste nel ritenere che i soli risparmi, e non i consumi, siano fonte di finanza finale. Ma anche questo è un punto sul quale Keynes ritorna più volte con piena chiarezza:

Il consumo ha esattamente la stessa efficacia del risparmio nel rendere liquida la finanza a breve termine [Keynes 1937b, 667-8 (C.W., XIV, 221)].

Il risparmio non possiede alcuna efficacia particolare rispetto al consumo nel liberare e ricostituire la liquidità [Keynes 1938, 321 (C.W., XIV, 223)].

La moneta spesa per consumi affluisce nella stessa riserva di fondi disponibili cui affluisce la moneta oggetto di risparmio [Keynes 1939, 573 (C.W., XIV, 283)].

Keynes vede con chiarezza che l'obiettivo dell'impresa è quello di rimborsare il credito bancario iniziale. Infatti, discutendo il finanziamento degli investimenti, egli afferma:

L'imprenditore, per decidere un investimento, deve sentirsi tranquillo sotto due aspetti: prima di poter ottenere sufficienti finanziamenti a breve termine nel periodo di produzione dell'investimento; secondo, di poter alla fine consolidare i suoi debiti a breve termine mediante una emissione di titoli a lunga scadenza a condizioni soddisfacenti [Keynes 1937b, 664-5 (C.W., XIV, 217-8)].

Qui emerge con chiarezza come la funzione che Keynes correttamente assegna al mercato finanziario non sia quella di finanziare gli investimenti (che possono essere finanziati anche dai profitti delle imprese), bensì quella di rendere possibile alle imprese di raccogliere, nella più ampia misura possibile, il risparmio monetario delle famiglie, allo scopo di ridurre il proprio indebitamento verso le banche.

Al tempo stesso Keynes riconosce che la liquidità può propriamente dirsi distrutta quando non soltanto le imprese ne sono rientrate in possesso, ma quando esse hanno anche rimborsato il credito bancario, e cioè quando, come egli si esprime, il «periodo di circolazione è stato completato» [Keynes 1938, 320 (C.W., XIV, 230)].

Nel discutere il caso particolare di uno stato stazionario, Keynes accoglie addirittura l'immagine del circuito monetario, denominato da Keynes il «fondo di rotazione». Questa immagine felice viene purtroppo guastata dalla imprecisione di Keynes, il quale attribuisce al fondo di rotazione un carattere di automaticità come se in condizioni stazionarie le imprese, finanziate dal flusso regolare del fondo di rotazione, non avessero alcun bisogno di ricorrere al credito bancario. Come Robertson gli fece osservare, anche se il fondo di rotazione funziona con piena regolarità, esso è sempre costituito da liquidità

fornita dalle banche, le quali in linea di principio, ad ogni ciclo successivo, devono rinnovare il loro assenso all'erogazione del credito [Robertson 1966a, 164]. In condizioni stazionarie, dunque, le imprese avranno sì bisogno di un ammontare costante di finanza, ma non potranno mai considerarsi finanziate in modo automatico e indipendente dalle decisioni delle banche²⁷.

3.4. Osservazioni conclusive

L'analisi del processo di finanziamento dell'attività economica serve non soltanto a completare un'analisi macroeconomica sovente troppo sintetica, ma anche a dissipare ambiguità ricorrenti.

Con la distinzione tra *finanziamento iniziale* (fornitura di credito per lo svolgimento dell'attività produttiva) e *finanziamento finale* (ritorno della liquidità alle imprese ottenuto con la vendita di beni e di titoli), la distinzione fra ruolo delle banche e del mercato del credito da un lato, e ruolo del risparmio e dei mercati finanziari dall'altro, emerge con tutta chiarezza. La distinzione netta fra liquidità e risparmio consente di stabilire che il ruolo delle banche consiste nel produrre e fornire all'economia la liquidità necessaria agli scambi. Le banche producono liquidità e finanziano l'accumularsi di scorte liquide; esse non trasmettono liquidità preesistente né finanziano investimenti. Ogni indebitamento verso le banche, che sia di breve o di lunga durata, corrisponde alla formazione di una scorta liquida, non già alla presenza di un investimento non finanziato da risparmio.

Sembra quindi evidente che, in un'economia monetaria nella quale siano presenti giacenze liquide, il fatto che il settore delle imprese sia indebitato nei confronti delle banche costituisce un fenomeno del tutto fisiologico, anzi necessario. Così come è fisiologico e inevitabile che, su debiti contratti con le banche, le imprese corrispondano un interesse e che, di conseguenza, il profitto delle imprese si suddivida tra profitto industriale e profitto finanziario.

Sopprimere dal modello base la presenza delle banche e del credito bancario rappresenta quindi non soltanto una forzatura artificiosa, ma anche la fonte di ambiguità e di omissioni.

D'altro canto, il proporre un'analisi completa, che tenga conto del settore bancario e delle fonti di produzione della moneta, non significa richiamare in vita antiche confusioni. La moneta, intesa come grandezza osservabile e misurabile, ha sempre necessariamente la natura di giacenza liquida. Chi domanda moneta, e quindi domanda giacenze liquide, è sempre spinto da un desiderio di liquidità, non importa se

²⁷ Un'interpretazione diversa si trova in Chick [1983]; e in Termini [1988, 113].

in via temporanea o prolungata, per motivi precauzionali o speculativi. Ma al tempo stesso, la moneta utilizzata come potere d'acquisto, pur essendo grandezza non osservabile né misurabile, in quanto vive soltanto nell'istante in cui viene trasmessa da un soggetto all'altro e passa da una scorta liquida all'altra, rappresenta un oggetto di analisi non meno rilevante in quanto spiega la formazione della domanda globale.

Indagare i meccanismi che, attraverso decisioni congiunte di banche e imprese, conducono alla produzione della moneta come mezzo di pagamento e presiedono al suo affluire nelle mani di questo o quel soggetto, è quindi un momento centrale nell'analisi della produzione e della distribuzione del reddito.

Ignorare questo aspetto significa ignorare l'influsso esercitato dalle decisioni delle banche. Si tratta di una semplificazione, in sé legittima, e per di più avallata dall'autorevole precedente della *Teoria generale*. Ma tutti sanno che le decisioni delle banche contano e si fanno sentire. Lo sapeva lo stesso Keynes che, non più di un anno dopo aver pubblicato la sua opera maggiore, nella quale le banche restavano celate dietro le quinte, ritornando sull'argomento, dichiarava:

È l'offerta di finanziamenti disponibili che di fatto trattiene la corsa a nuove emissioni. [...] Il controllo della finanza è in realtà un metodo potente, anche se a volte pericoloso, di regolare il saggio degli investimenti (anche se molto più potente quando viene usato come freno e non come stimolo). Ma questo non è che un modo diverso di esprimere il potere che le banche esercitano attraverso il controllo dell'offerta di moneta, e cioè della liquidità²⁸.

Stabilire che questa non è l'osservazione fugace e occasionale contenuta in uno scritto minore, bensì l'espressione di un momento costitutivo e coerente del pensiero di Keynes è quanto si è cercato di fare in questo scritto.

²⁸ Keynes [1937a, 248 (C.W., XIV, 210-11)]. Inutile ricordare il peso che alle decisioni del settore bancario veniva assegnato da Schumpeter. In termini più moderni, Riese fa osservare che la scarsità di finanza che soffoca il mercato, anche se dovuta a maggiore preferenza per la liquidità, va in realtà interpretata non già come maggiore domanda bensì come minore offerta di moneta [Riese 1986, 70-76]. Il che lo porta a concludere, che, nel capitalismo contemporaneo, caratterizzato non più dalla scarsità ma dalla producibilità dei beni, l'unica risorsa che rimane scarsa è la finanza, per cui «la macroeconomia va considerata come interazione fra capitalisti e famiglie, e non fra imprenditori e famiglie. Alla microeconomia moderna, orientata sul modello dell'equilibrio economico generale, non può riuscire, per opzioni teoriche di base, di fondare una macroeconomia» [Riese 1986, 76].

Riferimenti bibliografici

- Asimakopulos, A. (1988), *Investment, Employment, and Income Distribution*, Polity Press.
- Blaug, M. (1970), *Storia e critica della teoria economica*, Torino, Boringhieri (ediz. originale 1968).
- Bresciani-Turroni, C. (1936), *The Theory of Saving*, in «Economica».
- Chick, V. (1983), *Macroeconomics after Keynes*, Oxford, Ph. Allan.
- Clower, R. W. (1967), *Fondamenti della teoria monetaria*, in *La teoria monetaria*, a cura di R.W. Clower, Milano, F. Angeli, 1969.
- (1977), *The Anatomy of Monetary Theory*, in «American Economic Review», Papers and Proceedings.
- Crick, F. W. (1927), *The Genesis of Bank Deposits* in «Economica», giugno, rist. in: American Economic Association, *Readings in Monetary Theory*, London, Allen & Unwin.
- Davidson, P. (1977), *Money and General Equilibrium*, in «Economie Appliquée».
- (1978), *Money and the Real World*, New York, The MacMillan Co. (1.a ediz., 1972).
- Dow, A. C. e Dow, S. C. (1989), *Endogeneous Money Creation and Idle Balances*, in *New Directions on Post-Keynesian Economics*, a cura di J. Pheby, Elgar Publishing Ltd.
- Ellis, H. S. (1934), *German Monetary Theory, 1905-1933*, Harvard University Press.
- Fodor, G. (1983), *On the Continuity of Keynes's Thought*, Università di Modena.
- Galiani, F. (1751), *Della moneta*, seconda edizione ampliata 1791.
- Graziani, A. (1984), *The Debate on Keynes' Finance Motive*, in «Economic Notes», marzo.
- (1989), *The Theory of the Monetary Circuit*, Thames Papers in Political Economy.
- Hahn, F. (1988), *On Monetary Theory*, in «Economic Journal», dicembre.
- Hayek, F. A. (1933), *Monetary Theory and the Trade Cycle*, London.
- Heinsohn, G. e Steiger, O. (1983), *Private Property, Debts, and Interest, or: the Origins of Money and the Rise and Fall of Monetary Economies*, in «Studi Economici», n. 1.
- (1989), *The Veil of Barter: The Solution of the Task of Obtaining Representations of an Economy in which Money is Essential*, in Kregel [1989].
- Hicks, J. R. (1933), *Gleichgewicht und Konjunktur*, in «Zeitschrift fuer Nationaloekonomie», n. 4 (ritradotto dal tedesco in «Economic Inquiry», 1980, e incluso, con una breve Nota introduttiva e la soppressione di alcune righe finali, in J. R. Hicks, *Money, Interest, and Wages*, in *Collected Essays on Economic Theory*, vol. II, Oxford, Blackwell, 1982).
- (1969), *A Theory of Economic History*, Oxford, Clarendon Press.
- Jossa, B. e Panico C. (a cura di) (1988), *Teorie monetarie e banche centrali*, Napoli, Liguori.
- Kaldor, N. (1982), *The Scourge of Monetarism*, Oxford, Oxford University Press.

- (1983), *Gemeinsamkeiten und Unterschiede in den Theorien von Keynes, Kalecki, und Rüstow*, in «Ifo-Studien», n. 1.
- Kaldor, N. e Trevithick, J. (1981), *A Keynesian Perspective on Money*, in «Lloyds Bank Review», n. 1.
- Keynes, J. M. (1911), *Recensione di: I. Fisher, The Purchasing Power of Money*, New York, MacMillan, 1911, in «Economic Journal», settembre (C.W., XI, 1983, pp. 375-81).
- (1913), *Indian Currency and Finance*, London, MacMillan (C.W., I, 1971).
- (1914a), *Recensione di: L. von Mises, Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, Monaco, Duncker & Humblot, 1912; e di: F. Bendixen, *Geld und Kapital*, Monaco, Duncker & Humblot, 1912, in «Economic Journal», settembre (C.W., XI, 1983, pp. 400-3).
- (1914b), *Recensione di: A. M. Innes, What is Money?*, New York, 1913, in «Economic Journal», settembre (C.W., XI, 1983, pp. 404-6).
- (1920), *The Origins of Money*, in *Collected Writings*, vol. 28, London, MacMillan, 1982.
- (1930), *A Treatise on Money*, London, MacMillan (C.W., V e VI, 1971).
- (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London, MacMillan, (C.W., VII, 1973).
- (1937a), *Alternative Theories of the Rate of Interest*, in «Economic Journal», giugno (C.W., XIV, 1973).
- (1937b), *The «Ex-Ante» Theory of the Rate of Interest*, in «Economic Journal», dicembre (C.W., XIV, 1973).
- (1938), *Comment (on D. H. Robertson 1938)*, in «Economic Journal», giugno (C.W., XIV, 1973).
- (1939), *The Process of Capital Formation*, in «Economic Journal», settembre (C.W., XIV, 1973).
- (1971-83), *The Collected Writings of J. M. Keynes*, voll. I, V, VI, VII, XI, XIV, XXIX, London, MacMillan.
- Kregel, J. A. (1988), *Central Bank Monetary Control and Financial Structure. Some General Considerations*, in Jossa e Panico [1988].
- (1989), *Inflation and Income Distribution in Capitalist Crisis (Essays in Memory of S. Weintraub)*, London, MacMillan.
- Marshall, A. (1923), *Money, Credit and Commerce*, London, MacMillan.
- Minsky, H. P. (1980), *Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism*, in «The Journal of Economic Issues», giugno.
- Menger, C. (1892), *On the Origin of Money*, in «Economic Journal».
- Montesano, A. (1986), *Una riformulazione della teoria monetaria di Walras*, in «Rivista internazionale di scienze economiche e commerciali», settembre.
- Moore, B. J. (1984), *Keynes and the Endogeneity of the Money Stock*, in «Studi economici», n. 22.
- Padoa Schioppa, T. (1989), *Il sistema dei pagamenti internazionali: la funzione crea l'organo*, Banca d'Italia, in «Bollettino economico», ottobre.
- Panico, C. (1988), *L'evoluzione del pensiero di Keynes sul saggio di interesse*, in Jossa e Panico [1988].
- Patinkin, D. (1965), *Money, Interest, and Prices*, New York, Harper & Row, (1a ediz. 1956, Row, Peterson & Co.).
- Riese, H. (1986), *Theorie der Inflation*, Tubinga, J. C. B. Mohr.

- (1989), *Geld im Sozialismus*, Università di Brema, Gruppo di Ricerca «Postkeynesianische Oekonomie», n. 11, ciclostilato.
- Robertson, D. H. (1937) *Alternative Theories of the Rate of Interest. Three Rejoinders*, in «Economic Journal», 47, settembre, pp. 428-36.
- (1938a), *Mr. Keynes and Finance*, in «Economic Journal», giugno.
- (1938b), *Reply (to Keynes)*, in «Economic Journal», settembre.
- (1966), *Mr. Keynes and the Rate of Interest*, in *Essays in Money and Interest*, London, Collins.
- Rosenstein Rodan, P. N. (1936) *The Coordination of the General Theories of Money and Price*, in «Economica».
- Rüstow, H.-J. (1932), *Akkumulation und Krisen. Ein Beitrag zur Konjunkturtheorie*, tesi di dottorato dell'Università di Heidelberg, senza data (tesi sostenuta nel 1926 [così Rüstow 1955, 179, n. 22]. Tenuto conto delle opere citate, la data di pubblicazione sembra il 1932).
- (1955), *Sparen, Investieren und wirtschaftliches Gleichgewicht*, in «Jahrbucher fuer Nationaloekonomie und Statistik», 1955.
- *Wachstum und Einkommensverteilung*, in *Soziale Verantwortung*, a cura di J. Broermann, Berlino, Duncker & Humblot.
- Savona, P. (1976), *La moneta in Keynes: una rivoluzione consegnata alla storia*, in Società degli Economisti, 1977.
- Schlesinger K. (1914), *Theorie der Geld- und Kreditwirtschaft*, Berlin, Duncker & Humblot.
- (1959), *Basic Principles of the Money Economy*, in «International Economic Papers», n. 9, MacMillan (traduz. di Schlesinger 1914, cap. III).
- Schmitt, B. (1984), *Inflation, chômage et malformations du capital*, Paris, Economica.
- Schumpeter, J. A. (1931-32), *Weltkrise und Finanzpolitik*, in *Der Deutsche Volkswirt* (rist. in Schumpeter, *Aufsätze zur Wirtschaftspolitik*, a cura di W. Stolper e W. Seidl, Tubinga, J. C. B. Mohr, 1985).
- (1954), *History of Economic Analysis*, Oxford, Oxford University Press.
- Società Italiana degli Economisti (1977), *La teoria keynesiana quarant'anni dopo*, Milano, Giuffrè.
- Spahn, H.-P. (1987), *Das Geld der Zentralbank und die Interessen der Vermögensbesitzer*, Università di Brema, Gruppo di Ricerca «Postkeynesianische Oekonomie», n. 3, ciclostilato.
- Steiger, O. (1985), *The Veil of Barter*, Paris, ciclostilato.
- Stiglitz, J. E. e Weiss, A. (1988), *Banks as Social Accountants and Screening Devices for the Allocation of Credit*, Nat. Bureau of Econ. Research, Working Paper n. 2710, settembre.
- Targetti, F. (1988), *Nicholas Kaldor*, Bologna, Il Mulino.
- Termini, V. (1988), *Teorie alternative del tasso di interesse. Speculazione e variabili fondamentali nel motivo finanziario*, in Jossa e Panico [1988].
- Trezza, B. (1975), *Economia e moneta*, Bologna, Il Mulino.
- Vickers, D. (1989), *The Money Capital Constraint and the Decisions of the Firm*, in Kregel [1989].
- Wicksell, K. (1898), *Geldzins und Güterpreise*, Jena, G. Fischer Verlag (trad. it., *Interesse e prezzi dei beni*, Torino, Utet, 1977).