

# SAGGI

## MONETA, INTERESSE E OCCUPAZIONE: LA DISOCCUPAZIONE INVOLONTARIA SECONDO KEYNES

di Sergio Rossi\*

### *Introduzione*

Nella *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, John Maynard Keynes attribuisce l'apparizione della disoccupazione involontaria a una carenza negli investimenti dovuta alla loro insufficiente redditività rispetto al saggio di interesse. Keynes analizza questo fenomeno nel capitolo 17 della *Teoria generale*, dove elabora una teoria generale dei tassi di interesse. Questo capitolo è stato oggetto di numerose critiche da parte degli economisti contemporanei a Keynes e rappresenta ancora oggi una parte controversa della sua opera.<sup>1)</sup> Esso è tuttavia un elemento cruciale dell'analisi keynesiana in quanto vi si trova l'unica spiegazione in termini strutturali della disoccupazione involontaria.

Keynes cerca dapprima di mostrare che il saggio di interesse è un fenomeno di natura monetaria, poi lo inserisce nella teoria del tasso di interesse specifico che caratterizza ogni attivo. Il raffronto tra i vari tassi specifici determina, secondo Keynes, la composizione della produzione. Questo permette a Keynes di attribuire a determinate caratteristiche dell'attivo-moneta la responsabilità di un saggio di interesse che scoraggia l'investimento in altre attività.

“Sembra, quindi, che il *tasso di interesse sulla moneta* svolga un ruolo particolare nella fissazione di un limite al livello dell'occupazione, perché determina il valore che l'efficacia marginale di un attivo-capitale deve raggiungere se [questo attivo] deve essere nuovamente prodotto.” (Keynes, 1936, p. 222; nostra traduzione)

La teoria dei tassi di interesse specifici è basata sulla funzione di riserva di valore della moneta. La moneta occupa un ruolo centrale in questa teoria ma è concepita in modo estremamente ambiguo: sebbene la moneta debba essere in-

---

\*) Università di Friburgo e Università della Svizzera italiana.

1) “Come indica il verdetto di Hansen, il consenso maggiore dei commentatori è che il capitolo non fa che aggiungere confusione alla *Teoria generale*” (Nell, 1983, p. 86; nostra traduzione).

tesa come un attivo fra tanti altri, essa svolge un'azione particolare e di disturbo nel processo di accumulazione del capitale. Malgrado l'abilità dell'impianto teorico, le caratteristiche attribuite alla moneta sono talmente specifiche che la sua qualità di attivo appare assai problematica: oltre alla struttura interna del tasso di interesse specifico della moneta, le proprietà fondamentali di quest'ultima ne fanno un bene distinto da tutti gli altri.

È allora possibile accettare che la moneta si differenzi dagli attivi solo per le sue caratteristiche e non per la sua natura? La generalizzazione di Keynes del concetto di attivo reale produttivo non è forse basata su una confusione tra la moneta e i supporti che esprimono "materialmente" le unità di moneta? È sufficiente scartare la concezione "materiale" della moneta e assimilare la moneta a un attivo finanziario per preservare la visione teorica di Keynes? Infine, la concezione della moneta in quanto attivo è in grado di spiegare in modo soddisfacente le caratteristiche di una economia monetaria di produzione?

*1. La generalizzazione del modello dell'attivo reale quale fondamento della spiegazione della disoccupazione involontaria*

La concezione della moneta esposta da Keynes nella *Teoria generale* è il risultato di una evoluzione che ha condotto Keynes dapprima a rifiutare la teoria quantitativa della moneta e poi a prendere le distanze da Wicksell, la cui analisi l'aveva inizialmente sedotto.<sup>2)</sup>

Nel *Trattato sulla moneta*, Keynes insiste sulla necessità di ragionare in termini di reddito e in special modo di distinguere tra l'origine e l'uso del reddito.

"Propongo [...] di rompere con il metodo tradizionale di partire dalla quantità totale di moneta facendo astrazione dagli scopi per i quali essa è utilizzata, e di partire invece [...] dal flusso dei guadagni della comunità o reddito monetario, e dalla sua duplice divisione (1) nelle quote che sono state *guadagnate* per la produzione di beni di consumo rispettivamente di beni d'investimento, e (2) nelle quote che sono *spese* in beni di consumo rispettivamente per il risparmio." (Keynes, 1930, p. 121; nostra traduzione)

L'accento posto da Keynes sul reddito spiega l'attrazione esercitata dall'analisi wickselliana. Wicksell sembrava infatti proporre una spiegazione delle fluttuazioni economiche e uno strumento di analisi con riferimento al circuito dei redditi.

2) Si veda in proposito Lawlor (1994, pp. 41-42).

“La ricerca di Keynes di una spiegazione del processo di aggiustamento *dei* (anziché *verso i*) valori naturali lo condusse al flusso circolare alla base della Legge di Say. [...] Dopo qualche considerazione sul ruolo del tasso ‘naturale’ di interesse nel *Trattato*, Keynes rigettò anche l’analisi di Wicksell. I primi studi di Keynes furono pure fortemente influenzati da D.H. Robertson. Keynes e Robertson cercarono una spiegazione delle fluttuazioni nella domanda dei prodotti [...] nei blocchi al flusso circolare [del reddito]: la tesorerizzazione.” (Kregel, 1983, p. 55; nostra traduzione)

Malgrado il rigetto dell’analisi wickselliana, Keynes ha ritenuto l’idea dello scollamento tra il saggio di interesse e un tasso legato agli investimenti, anche se la relazione tra l’efficacia marginale del capitale e il tasso di interesse non è la semplice replica della relazione wickselliana tra il tasso di interesse naturale e il tasso di interesse monetario. Inoltre, il ruolo svolto dalla preferenza per la liquidità nel mantenere tassi di interesse elevati presenta delle evidenti affinità con la tesorerizzazione che impedisce la chiusura del circuito dei redditi. Ciononostante, l’insoddisfazione di Keynes nei confronti di Wicksell, come nei confronti della teoria quantitativa, era strettamente legata alla questione della formazione e della spesa dei redditi.

Keynes fu così indotto a cercare una via originale nella concezione dei fenomeni monetari. Su questo piano gli scambi con Sraffa svolsero un ruolo cruciale, come lo testimonia l’influenza su Keynes della controversia tra Sraffa e Hayek del 1932. Secondo Sraffa, Hayek concepisce l’esistenza di un tasso di interesse “naturale” che corrisponde al tasso di interesse proprio di una economia basata sul baratto, mentre in una economia monetaria il tasso di interesse potrebbe divergere da questo tasso naturale. Nella sua critica a Hayek, erede dell’analisi di Wicksell, Sraffa difende la prevalenza della funzione di riserva di valore della moneta rispetto a quella di mezzo di scambio la cui circolazione definisce il circuito wickselliano.<sup>3)</sup> Grazie a questo cambiamento di prospettiva, Sraffa contesta l’unicità “del” tasso naturale e afferma che, anche in una economia senza moneta, esisterebbe un tasso di interesse per ciascuna merce; questi diversi tassi sarebbero uguali tra loro soltanto all’equilibrio.<sup>4)</sup> Keynes trae allora spunto dall’argomento della molteplicità dei tassi naturali, applicandolo ai li-

3) “Le differenze tra una economia monetaria e una economia non monetaria possono solo essere trovate in quelle caratteristiche che sono poste all’inizio di ogni manuale sulla moneta. Questo significa che la moneta non è soltanto il mezzo di scambio, ma anche una riserva di valore, e il tallone in cui i debiti, e le altre obbligazioni legali, le abitudini, le opinioni, le convenzioni, in breve ogni tipo di relazioni tra uomini, sono più o meno rigidamente fissate.” (Sraffa, 1932, p. 43; nostra traduzione) “La moneta che [Hayek] contempla è in realtà usata puramente e semplicemente in quanto mezzo di scambio. Non ci sono né debiti, né contratti monetari, né accordi salariali, né prezzi rigidi nelle sue supposizioni.” (ibid., p. 44; nostra traduzione)

4) Sraffa (1932, p. 49).

velli di occupazione nell'economia: il criterio del tasso naturale di Wicksell sarebbe quindi inutilizzabile per determinare il pieno impiego.<sup>5)</sup>

La comune insistenza di Sraffa e Keynes sulla funzione di riserva di valore ha origine nella concezione della moneta in quanto attivo. Un principio generale valido per tutti i beni è applicato alla moneta: il tasso di interesse dipende dal raffronto tra la quantità di moneta fornita dal prestatore e la quantità di moneta che il prenditore dovrà rimborsare.

Secondo Keynes, sono i livelli relativi dei tassi di interesse specifici che permettono di spiegare la produzione di un attivo anziché di un altro. Ora, se esiste una merce con un tasso specifico elevato e con delle rigidità nella produzione, tutta l'attività economica può esserne influenzata.<sup>6)</sup> Keynes vuole mostrare che sono proprio le rigidità dell'offerta e della domanda dell'attivo-moneta a svolgere il ruolo essenziale in questo meccanismo.<sup>7)</sup> Queste rigidità non sono a priori l'effetto diretto del comportamento degli agenti economici, ma risulterebbero dalle elasticità di produzione e di sostituzione della moneta, entrambe quasi nulle. Di conseguenza, quando i tassi di interesse sono elevati, non si può né aumentare l'offerta di moneta per soddisfarne la domanda né ridurre questa domanda incitandola a indirizzarsi su un attivo sostitutivo. Il sistema economico non potrebbe dunque più raggiungere spontaneamente il pieno impiego.<sup>8)</sup>

L'analisi keynesiana della disoccupazione involontaria si basa dunque su due pilastri: da un lato, una categoria generale, quella degli attivi e dei loro tassi di interesse specifici; dall'altro lato, le proprietà particolari di uno di questi attivi, la moneta.

## 2. Il problema delle caratteristiche della moneta

Sono proprio le caratteristiche particolari della moneta teorizzate da Keynes ad aver suscitato le maggiori ostilità al capitolo 17 della sua *Teoria generale*. Gli argomenti avanzati da Keynes sono infatti sorprendenti. L'elasticità di produzione della moneta è di per sé già problematica. Questo concetto è fondato implicitamente sulla concezione della moneta in quanto attivo creato in maniera esogena rispetto al sistema produttivo. Se la moneta è un attivo, essa sembra do-

5) Si veda in proposito la *Teoria generale* (Keynes, 1936, pp. 242-243).

6) 'Può darsi che sia il tasso di interesse specifico più elevato a governare il sistema (perché è il valore del maggiore di questi tassi che l'efficacia marginale di un attivo-capitale deve raggiungere se dev'esserè nuovamente prodotto).' (Keynes, 1936, pp. 223-224; nostra traduzione)

7) Si veda la *Teoria generale* (Keynes, 1936, p. 234).

8) *Ibid.*, pp. 234-235.

ver essere prodotta facendo uso delle risorse del sistema produttivo. Ora, per spiegare la disoccupazione, Keynes ha bisogno di identificare un attivo la cui offerta non può essere aumentata. È tuttavia strano che tale ragionamento possa emanare dall'autore del *Trattato sulla moneta* e degli articoli sul "motivo di finanza". L'analisi dei paradossi della moneta-attivo – qual è questo attivo, che si può creare liberamente ma che non si "fabbrica"? – solleva delle difficoltà di cui sono testimoni le esitazioni di Keynes nei confronti dello statuto della moneta: una grandezza esogena nella *Teoria generale* ma endogena negli scritti successivi e nel *Trattato sulla moneta*.

La seconda elasticità, l'elasticità di sostituzione, è secondo Keynes la causa essenziale del processo che conduce alla disoccupazione.<sup>9)</sup> Come è possibile spiegare il valore molto basso dell'elasticità di sostituzione della moneta? Secondo Keynes, questo valore risulta dalla particolare utilità della moneta derivata dal suo valore di scambio: anche se il prezzo (vale a dire il saggio di interesse) della moneta aumenta, la domanda di moneta non può essere dirottata verso altri attivi a causa della preferenza per la liquidità.<sup>10)</sup>

L'impossibilità di soffocare la domanda di moneta, un pozzo senza fondo per il potere di acquisto, ha portato alcuni economisti a definire la moneta "un attivo o capitale molto imperfetto".<sup>11)</sup> Ma l'imperfezione risiede nella natura della moneta stessa o proviene da una teoria inadatta, quella della moneta-attivo? Più precisamente, si può affermare che la detenzione di moneta e di crediti liquidi è una alternativa al possesso di attivi reali? Per Sraffa e Keynes la risposta è necessariamente positiva a causa della funzione di riserva di valore della moneta. Ora, ciò implica che la moneta deve poter essere domandata in quanto tale o rappresentare una domanda *finale* alternativa alla domanda *finale* delle merci e dei servizi prodotti.

Notiamo anzitutto che questo ragionamento non può essere applicato alle attività finanziarie. Acquistare un attivo finanziario significa cedere al venditore la capacità di acquisto di cui si dispone. Le transazioni finanziarie non fanno al-

---

9) "La moneta non può essere prodotta dal lavoro, disse [Keynes], e in generale non può avere dei veri sostituti. La prima affermazione è sufficientemente accettabile, ma la moneta non è unica a questo riguardo. La terra, le antichità, i vecchi dipinti, le case nelle quali dormì George Washington – niente di tutto ciò può essere prodotto usando il lavoro e gli impianti attualmente disponibili. (Ovviamente, l'argomento di Keynes è che se la moneta potesse essere prodotta, una maggiore domanda di moneta tenderebbe ad accrescere l'occupazione.) Tuttavia, quando si aggiunge la seconda condizione, la moneta, in quanto riserva di valore, diventa veramente qualche cosa di speciale: un pozzo senza fondo per il potere di acquisto. La seconda proposizione significa, infatti, che quando aumenta il valore di scambio della moneta (ossia quando si riduce il livello dei prezzi), non ci sarà alcuna tendenza a passare a qualche altra riserva di valore." (Nell, 1983, p. 92; nostra traduzione)

10) Si veda la *Teoria generale* (Keynes, 1936, p. 230).

11) Lawlor (1994, p. 69).

tro che aggiungere un anello (finanziario) alla catena delle relazioni economiche e trasferiscono sul venditore dell'attivo finanziario la questione della natura della domanda finale. Ma allora se la domanda di attivi finanziari non può "assorbire" la domanda a discapito dei beni prodotti, non dobbiamo forse applicare questa constatazione anche alle liquidità? L'interrogativo è ancora più legittimo se consideriamo che le liquidità (depositi bancari, banconote e monete metalliche) sono tutte, formalmente, dei crediti verso il sistema bancario.

Possedere dei depositi significa mettere a disposizione della banca e, attraverso di essa, dei clienti debitori della banca, i mezzi per effettuare delle spese. La domanda di depositi liquidi è perciò una alternativa alla domanda di beni solo per il titolare del deposito bancario e non rappresenta in sé una domanda finale. Come per gli altri attivi finanziari, la questione della spesa finale è trasferita sugli agenti economici che compaiono all'attivo del bilancio della banca, a fronte del deposito che è contabilizzato al passivo.

Siamo tuttavia certi che questa analisi non misconosca l'originalità delle liquidità? In effetti, come sottolineano Keynes e Sraffa, sono le liquidità a costituire l'oggetto del credito che corrisponde agli attivi finanziari di lungo termine: alla scadenza dell'attivo, l'emittente o il prenditore dovrà fornire un certo volume di liquidità. Ma qual è allora l'oggetto del credito che la liquidità rappresenta? Inoltre, non dobbiamo forse distinguere la situazione in cui un agente economico costituisce *volontariamente* un deposito presso la banca da quella in cui un agente ottiene un deposito che conserva *passivamente*?

Il deposito a vista costituisce effettivamente un credito un po' particolare, perché la banca non deve fornire un oggetto al suo creditore ma deve permettergli di effettuare dei pagamenti. Tuttavia, la detenzione del deposito, domandato in quanto tale, non implica forse la rinuncia a effettuare dei pagamenti e dunque la sospensione delle transazioni sui beni? Per rispondere a questa domanda, è utile considerare, come lo stesso Keynes invita a fare,<sup>12)</sup> l'attivo della banca di fronte al deposito. Se facciamo astrazione dalle relazioni intermedie, sussistono due tipi di impegni verso la banca, che corrispondono a due categorie di agenti economici: l'impegno dei consumatori a rimborsare la banca a una determinata scadenza grazie alla partecipazione a una produzione futura, e l'impegno delle aziende produttrici a rimborsare la banca in funzione della vendita dei beni immagazzinati.

La prima situazione è la conseguenza diretta di un acquisto di beni effettuato dal debitore della banca; il titolare del deposito contabilizzato al passivo della

---

12) Si veda la *Teoria generale* (Keynes, 1936, pp. 81-82).

banca non ha quindi nociuto in alcun modo alla domanda di beni, che non è in concorrenza con la domanda di liquidità.

Malgrado le apparenze ingannatrici, anche la seconda situazione non può essere invocata per spiegare la tesorerizzazione. È vero che le scorte in attesa di essere vendute potrebbero restare invendute, ma la persistenza del deposito iniziale non è condizione sufficiente per condurre a tale risultato. Inoltre, la mancata vendita (di una parte) delle scorte implicherebbe una necessità di finanziamento delle perdite, dunque un fabbisogno di spesa finale, esattamente equivalente alle somme che non sono state spese *spontaneamente* per l'acquisto di queste scorte.<sup>13)</sup>

In entrambi i casi considerati, il deposito è una mancata spesa solo per il suo titolare e non per il resto dell'economia, perché serve a finanziare il debito dei consumatori o le scorte in attesa di essere vendute.

L'analisi sin qui svolta comporta un importante risultato: i pagamenti non sono condizionati dalla circolazione dei depositi bancari. Anche se il titolare del deposito lo conserva a tempo indeterminato, questo non impedisce alla banca in cui questo deposito è registrato di effettuare dei pagamenti per conto di altri clienti. Possiamo dunque concludere che è il pagamento a creare, trasferire o annullare i depositi. Non è quindi possibile che le liquidità possano essere l'oggetto di una domanda finale. Nessuna delle situazioni analizzate corrisponde a una tesorerizzazione, perché i depositi rappresentano uno dei poli di una relazione di intermediazione.

L'esistenza delle banconote e delle monete metalliche non rimette in causa questa analisi. Attualmente le banconote e le monete metalliche costituiscono una parte minore delle transazioni e sono ottenute per sostituzione ai depositi. Le banconote e le monete metalliche sono loro stesse dei crediti liquidi verso il sistema bancario, compresa la banca centrale e il Tesoro pubblico, ragion per cui esiste sempre una relazione di intermediazione che dunque esclude la tesorerizzazione.

Non esiste allora alcun inconveniente alla detenzione di liquidità rispetto agli investimenti finanziari? Si potrebbe emettere l'ipotesi che il risparmio liquido implica l'incertezza riguardo al momento e all'oggetto della spesa futura. È quanto Keynes sembra considerare quando evoca la domanda di ricchezza. In realtà, tuttavia, si è ancora nell'ottica della qualità delle previsioni aziendali: se,

---

13) A tal riguardo Keynes indica esplicitamente che simili errori di valutazione da parte delle aziende scaturiscono dall'*orientamento* della domanda; non potrebbero perciò fornire una valida spiegazione della disoccupazione *involontaria*, che scaturisce da una insufficienza della domanda *globale*. Si veda la *Teoria generale* (Keynes, 1936, p. 379).

malgrado la sua liquidità, il risparmio è durevolmente conservato, questo permette un finanziamento di lungo periodo a un costo contenuto; per contro, se il titolare del deposito fa valere i suoi diritti, questo implica, al di là di una eventuale operazione su titoli, un acquisto e dunque una domanda di beni.

In sostanza, le liquidità non possono essere oggetto di una fuga (la tesorizzazione) che provoca una insufficienza di domanda rispetto all'offerta del sistema produttivo. Ciononostante, non dobbiamo forse riportare l'influenza nefasta della moneta, attraverso il saggio di interesse, su delle condizioni finanziarie sfavorevoli agli investimenti? Si tratta appunto del ruolo che Keynes attribuisce al saggio di interesse o tasso di interesse specifico della moneta.

### 3. La determinazione dei tassi di interesse specifici

Keynes distingue tre componenti nella formazione dei tassi di interesse specifici: un rendimento, un costo di detenzione e un premio di liquidità.<sup>14)</sup> Grazie alla identificazione di queste tre fonti, è possibile classificare gli attivi per grado secondo il peso relativo di ciascun componente.<sup>15)</sup>

Riguardo alla moneta, Keynes precisa che il costo di detenzione e il rendimento sono vicini allo zero, dando così l'impressione che non esista soluzione di continuità tra la moneta e gli altri attivi. Questa presentazione non può tuttavia nascondere il carattere sistematicamente fuori norma della moneta, come testimonia la completa inversione della struttura "premio di liquidità-costo di detenzione". Del resto Keynes ammette che la moneta si distingue dagli altri attivi in maniera "essenziale" e non solo per grado.

"Esiste una differenza essenziale tra la moneta e tutti (o quasi) gli altri attivi: nel caso della moneta il suo premio di liquidità eccede molto il suo costo di detenzione, mentre nel caso di altri attivi il loro costo di detenzione eccede molto il loro premio di liquidità." (Keynes, 1936, p. 227; nostra traduzione)

Malgrado l'apparenza di unità nella presentazione del concetto del tasso specifico, l'analisi rivela l'eterogeneità dei suoi componenti. Il primo raggruppamento, esplicitamente effettuato da Keynes,<sup>16)</sup> rappresenta le caratteristiche proprie al bene stesso. Su un dato periodo, ciascuna unità dell'attivo considerato

14) "Il rendimento totale atteso dal possesso di un attivo durante un certo periodo è uguale al suo rendimento meno il suo costo di detenzione più il suo premio di liquidità, vale a dire a  $q - c + l$ . Questo significa che  $q - c + l$  è il tasso di interesse specifico di qualsiasi merce, dove  $q$ ,  $c$  e  $l$  sono misurati in termini di questa stessa merce intesa come tallone." (Keynes, 1936, p. 225; nostra traduzione)

15) Si veda la *Teoria generale* (Keynes, 1936, pp. 226-227).

16) Keynes (1936, pp. 225-226).



procura un guadagno  $q$  ma subisce un deprezzamento  $c$ , vale a dire una somma di  $q - c$  alla fine del periodo. L'interesse remunera quindi la rinuncia ai servizi  $q - c$  resi da ciascuna unità di capitale prestato per la durata del periodo considerato. Il secondo elemento è costituito dal premio di liquidità, che Keynes presenta come un fenomeno analogo al rendimento:<sup>17)</sup> se l'interesse è "il prezzo della rinuncia alla liquidità", questo significa che il possesso di moneta procura un servizio la cui privazione deve essere compensata. Ora, nell'unica definizione generale dei tassi di interesse specifici formulata da Keynes (1936, pp. 222-223), l'elemento  $q - c$  non appare e Keynes propone una interpretazione dell'interesse in termini di restituzione del medesimo valore di scambio. Questo passo, tuttavia, non è coerente con il resto dell'analisi perché, in questa prospettiva, il premio di liquidità deve essere tanto più elevato quanto gli attivi sono suscettibili di perdere valore con il trascorrere del tempo; per contro, se si associa, come fa Keynes, il premio più elevato all'attivo che si reputa sia il più liquido, si tratta allora di offrire un compenso per il servizio di cui si è privato il proprietario di questo attivo.

Non sarebbe allora stato meglio insistere sulle condizioni di trasformazione di questo attivo in mezzo di pagamento? A priori questo approccio sembra insufficiente in quanto assimila il premio di liquidità a un costo e non permette dunque di giustificare un tasso di interesse positivo per la moneta. Kaldor ha tentato di aggirare questa difficoltà distinguendo due componenti nella liquidità: una grandezza negativa il cui riferimento è la moneta (spese di conversione nulle) e un rendimento positivo che corrisponde al servizio di disponibilità reso dalla moneta. La costruzione è ingegnosa in quanto presenta apparentemente il vantaggio di concentrare sulla moneta la questione del valore di scambio; per gli altri attivi, in effetti, il premio di liquidità è ridotto alle spese di conversione. Il problema non è tuttavia completamente risolto, perché, dipendendo dai valori di scambio, il servizio reso dalla moneta non può costituire un rendimento "interno". Inoltre, questo approccio comporta il rischio di "contaminare" il concetto di rendimento: se si attribuisce alla moneta un rendimento dovuto al servizio di liquidità, non si deve allora considerare questo fenomeno anche per gli altri attivi? A questo proposito è interessante esaminare le conseguenze dell'analisi svolta da Kaldor.

Dopo avere separato il premio di liquidità in due componenti, reintegrate ciascuna negli elementi  $q$  e  $c$ , Kaldor amplia il principio del tasso di interesse specifico a tutti gli attivi, compreso gli attivi finanziari.<sup>18)</sup> Questo sviluppo dell'analisi ha il vantaggio di generalizzare il principio di Keynes e di neutralizzare

17) *Ibid.*, p. 226.

18) Questa idea è stata ripresa e sviluppata da Minsky.

il rimprovero di assimilare la moneta a una merce. Questa estensione non è del resto estranea al percorso intellettuale di Keynes: i lavori che egli consacrò alla determinazione dei tassi di cambio tra monete concepite in quanto attivi finanziari costituirebbero, secondo Kregel,<sup>19)</sup> la fonte diretta del concetto di tasso di interesse specifico. È inoltre lecito chiedersi se questa estensione dell'analisi keynesiana non sia lo sviluppo logico dell'identificazione della moneta alle liquidità, attivi finanziari di breve termine o a vista.

Ciononostante, questo prolungamento dell'argomento dei tassi di interesse specifici solleva una difficoltà: in esso l'interesse sembra essere attribuito, per la *medesima* operazione, tanto all'oggetto del prestito quanto al credito su questo oggetto. La pratica finanziaria ha risolto la questione attribuendo l'interesse solo al credito, perché questo consente di spiegare attraverso diversi fattori (durata, qualità del debitore e così via) l'esistenza di tassi di interesse differenti per dei prestiti concernenti un identico oggetto.

In realtà, qualunque sia la ripartizione dei ruoli fra i tre componenti  $q$ ,  $c$  e  $l$ , l'analisi dei tassi di interesse specifici tenta di fondere in un unico concetto due prospettive distinte:

1. La scelta dell'aggettivo "specifico" (*own*) e il significato delle grandezze  $q - c$  corrispondono a una logica di misura dell'evoluzione "interna" degli attivi. Ma soprattutto questo metodo introduce una relazione di causalità: i fenomeni propri a ciascun attivo determinano i tassi di interesse specifici che, attraverso il loro raffronto, conducono alla produzione di un certo attivo anziché di un altro.
2. Il premio di liquidità, al contrario, si situa sin dall'inizio in una prospettiva di evoluzione dei valori di scambio degli attivi. Per rendere conto delle variazioni, occorre allora disporre necessariamente di un riferimento "esterno" agli attivi stessi.

Nell'esempio che illustra i suoi propositi, Keynes usa esplicitamente i contratti monetari a termine. I tassi di interesse specifici espressi in unità dell'attivo considerato sono in realtà calcolati a partire dal "tasso di interesse monetario", richiedendo così la presenza di moneta ai due estremi dell'intervallo temporale.<sup>20)</sup> Da questo deriva che la determinazione di ciascun tasso specifico non è più un fenomeno indipendente; il concetto di tasso specifico sembra in definitiva una costruzione a posteriori senza valore esplicativo fintanto che il modello non ha reso conto del sistema di misura, vale a dire delle relazioni di scambio introdotte sin dall'inizio.

19) Kregel (1983, p. 60).

20) Si veda la *Teoria generale* (Keynes, 1936, pp. 223-224).

#### 4. *La misura economica e l'integrazione della moneta*

Keynes sostiene che, in mancanza di un tallone rappresentativo, la questione della misura in economia si riduce alla scelta di uno degli attivi di cui si è in presenza. Malgrado l'evidente ruolo della moneta in questo campo, Keynes si rifiuta di notare una specificità monetaria.<sup>21)</sup> Da parte sua, Sraffa dava maggiore importanza all'influenza delle variazioni proprie all'unità di misura;<sup>22)</sup> inoltre, contrariamente a Keynes, egli riteneva possibile "costruire" il tallone rappresentativo, un oggetto che lo impegnò nella sua ulteriore opera. Ciononostante, malgrado queste diversità, la prospettiva dei due autori è la stessa: la misura economica corrisponde a dei rapporti tra attivi. In questo modo, ogni transazione tra agenti sarebbe bipolare, con la presenza simultanea di una quantità di moneta e di una quantità di beni "non monetari", l'una essendo scambiata contro l'altra.

Questa concezione dell'economia monetaria, ormai accettata dalla maggior parte degli economisti, venne riassunta nel famoso aforisma di Clower (1967, p. 5), secondo il quale "la moneta acquista i beni e i beni acquistano la moneta, ma i beni non acquistano i beni".

Ora, una economia caratterizzata da una moneta di questo tipo non presenta alcuna differenza fondamentale con una economia priva di moneta, nella quale tutti gli scambi sono relativi. In questo ambito la moneta deve assumere la funzione di intermediario generale negli scambi facendo venire meno il baratto, ma questa unità di misura delle transazioni deve essere anch'essa misurata negli scambi in cui costituisce uno dei due termini. Si ritrova così il problema ricardiano al quale Sraffa consacrò le sue ricerche: trovare un tallone (una unità di misura) il cui valore sia immutabile.

La soluzione a questi problemi passa da una approfondita analisi della natura della moneta, che sia in grado di rinnovare la concezione di una economia monetaria. Si tratta di abbandonare la concezione bipolare delle transazioni economiche in quanto essa non permette di spiegare la specificità di una economia monetaria e in particolare le proprietà fondamentali della moneta.

Abbiamo già visto che il concetto di tesorerizzazione è incompatibile con le caratteristiche della moneta bancaria. Ora, questo concetto scaturisce dalla interpretazione della moneta in termini di ricchezza o di attivo e costituisce il principio di spiegazione della crisi e della disoccupazione ripreso dagli autori (post)keynesiani.

---

21) *Ibid.*, p. 225.

22) Si veda Sraffa (1932, pp. 43-44).

Questa analisi si basa sulla distinzione robertsoniana dei due stati della moneta: quest'ultima può essere colta in movimento nel sistema economico, vale a dire in circolazione (*money on the wing*), o in posizione di riposo (*money at rest*).<sup>23</sup> Questa analisi è tanto più seducente quanto sembra conforme all'osservazione empirica: non è forse evidente che i flussi di moneta ("*on the wing*") sono degli stock di moneta in circolazione nel sistema economico? Non si deve allora concluderne che le condizioni di circolazione o di non circolazione della moneta influenzano il tasso di disoccupazione?

La pertinenza di questo sistema di interpretazione è tuttavia meno evidente se ricerchiamo l'origine dello stock di moneta che si reputa circoli nell'economia. A questo stadio dell'analisi, se scartiamo le "dotazioni iniziali" degli agenti, bisognerebbe concludere con Keynes che la moneta è un prodotto come le altre "ricchezze durevoli". Ma allora la moneta che deve lei stessa essere misurata come potrebbe costituire il tallone di misura delle transazioni?

Abbiamo già potuto notare l'utilità dello studio delle relazioni contabili per confutare la tesorizzazione della moneta bancaria. Proseguiamo su questa via al fine di oltrepassare l'approccio funzionale della moneta e cogliere le sue vere proprietà. Analizziamo il modo in cui i pagamenti sono effettuati all'interno di un sistema economico dotato di moneta bancaria. Per fare ciò partiamo dalla tavola rasa allo scopo di evitare di spiegare la formazione di un deposito bancario a partire da un deposito preesistente.

Consci dell'obiettivo di Keynes – costruire una teoria monetaria della produzione – situiamo l'analisi sul mercato dei fattori della produzione. Osserviamo la contabilità di una banca qualsiasi chiamata a effettuare un pagamento tra due agenti in una operazione che è quindi tripolare. L'azienda, A, chiede alla banca di pagare i suoi lavoratori, L, facendo capo a una linea di credito concessa dalla banca sulla base del rendimento atteso dall'attività dell'azienda. Nella misura di  $x$  unità di moneta, il risultato contabile dell'operazione è indicato nella tavola 1.

Tavola 1. Il risultato del pagamento dei salari nella contabilità bancaria

Banca	
Attivo	Passivo
Azienda A	Lavoratori L
$x$ u.m.	$x$ u.m.

<sup>23</sup> Si veda in proposito Robertson (1937, p. 29),

L'azienda è addebitata di  $x$  unità monetarie, e i lavoratori accreditati dello stesso importo diventano proprietari di un deposito bancario equivalente. In questa operazione, la banca emette unicamente la forma monetaria del pagamento (le  $x$  unità di moneta). La banca non crea il potere di acquisto della moneta, che è prodotto dai lavoratori e misurato dalla remunerazione della loro attività.

“Le banche, dunque, non creano valore quando emettono moneta, e la nuova moneta che emettono acquista realmente valore solo se è associata con una nuova produzione.” (Bossone, 2001, p. 870, n. 19; nostra traduzione)

L'emissione monetaria è, in realtà, una emissione di informazioni: attraverso una registrazione all'attivo e al passivo della propria contabilità, la banca informa le parti del pagamento dei lavoratori da parte dell'azienda per la produzione corrente. Questa emissione lascia una traccia contabile avente la forma del deposito bancario fino alla vendita finale dei beni corrispondenti.

Abbiamo qui conferma che, contrariamente alla interpretazione robertsoniana, i flussi monetari non muovono gli stock di moneta ma li creano nel pagamento dei salari. È questo meccanismo che Keynes aveva tentato di cogliere attraverso il concetto di “finanza” introdotto subito dopo la pubblicazione della sua *Teoria generale*.

“La ‘finanza’ non ha niente a che vedere con il risparmio. [...] ‘Finanza’ e ‘impegno a finanziare’ sono delle pure scritture contabili di credito e debito [...]. È allora possibile che si sia fatta strada una confusione tra il credito nel senso della ‘finanza’, il credito nel senso dei ‘prestiti bancari’ e il credito nel senso del ‘risparmio’. Non mi sono qui occupato del secondo tipo di credito. Bisogna notare che una confusione tra il primo e l'ultimo tipo di credito sarebbe una confusione tra flussi e stock.” (Keynes, 1937/1973, p. 209; nostra traduzione)

È quindi il flusso che costituisce l'operazione caratteristica della “finanza”. Ora, questo flusso non può muovere un credito perché all'origine l'azienda è in una posizione neutra nei confronti della banca: essa non ha debiti né può vantare crediti verso la banca. In conclusione l'emissione monetaria (flusso) ha quale risultato il deposito bancario che misura il potere di acquisto dei titolari dei redditi nuovamente formati nell'economia. Il *primum mobile* è la moneta, flusso di pagamento il cui risultato è la formazione di uno stock, vale a dire di un attivo finanziario: il deposito bancario. Il senso della causalità va perciò dalla moneta (flusso) ai depositi (stock). In altre parole, il flusso monetario crea lo stock finanziario.

### 5. *L'investimento e la formazione degli attivi*

Se la moneta è solo un attivo fra tanti altri, e se il saggio di interesse non è altro che un tasso specifico fra gli altri, allora la moneta non è un elemento che prelude alla costruzione del concetto di attivo. Questa prospettiva ha una conseguenza diretta sul modo di considerare l'investimento. Nell'articolo di Sraffa (1932) e nella *Teoria generale* di Keynes l'investimento è infatti concepito come la produzione di beni strumentali. I due autori giustificano questa concezione mediante l'impossibilità di investire senza disporre di beni strumentali.

Nella *Teoria generale* si intravede tuttavia una dualità di pensiero in questo campo. Mentre nel *Trattato sulla moneta* Keynes concepiva l'investimento esclusivamente come una accumulazione di capitale produttivo, nella *Teoria generale* l'investimento è esteso a qualsiasi forma di accumulazione di stock. Pertanto ogni produzione è identificata, almeno temporaneamente, con un investimento. Il vantaggio di questo procedimento è la valorizzazione dell'operazione di produzione, ma l'inconveniente è la diluizione del concetto di investimento. In questa ottica Keynes è perfino indotto a concludere che la distinzione tra l'investimento e il consumo non è essenziale, perché ogni investimento sarebbe provvisorio o anche perché ogni capitale sarebbe infine consumato.

Ritroviamo questa dualità nello statuto incerto delle relazioni tra risparmio e investimento. Passando dal *Trattato sulla moneta* alla *Teoria generale*, Keynes abbandona la divergenza tra risparmio e investimento ma accetta che il risparmio possa non essere speso per un uso produttivo.

Nella sua ricerca delle origini della disoccupazione involontaria, Keynes fa riferimento alla causalità condizionale risparmio  $\Rightarrow$  investimento, l'investimento essendo inteso qui come l'uso dei redditi (l'accumulazione di scorte invendute). Al contrario, nel meccanismo del moltiplicatore su cui è basata la politica di uscita dalla crisi, il senso della relazione è invertito e la causalità investimento  $\Rightarrow$  risparmio riveste un carattere necessario, introducendo così una dissimetria tra I e S. L'investimento corrisponde quindi alla realizzazione di una produzione la cui redditività sembra ormai senza importanza alcuna.

Lo statuto incerto dell'investimento conferma la difficoltà di Keynes a concepire in maniera coerente la formazione degli attivi. Questa situazione nasce dall'assenza di un criterio economico operativo.

- L'investimento-accumulazione di scorte pone l'accento sull'uso dei redditi e fa astrazione dalle particolarità dei beni accumulati. La durata di immagazzinamento, inferiore o superiore a un periodo di produzione, è in questo caso il solo criterio di distinzione dei capitali. L'inconveniente di que-

sto procedimento è che la dicotomia essenziale, perdita sulle scorte inventute o spesa di accumulazione effettiva, non è integrata nel processo.

- L'investimento-moltiplicatore è al contrario basato sulla produzione dei beni. In questo caso, per distinguere la produzione di beni di consumo e la produzione di beni di investimento, Keynes dispone soltanto delle caratteristiche fisiche dei beni, perché il suo unico strumento di interpretazione è il modello dell'attivo reale oggetto di trasformazione e di circolazione. Ora, questo concetto si dimostra inadatto in quanto conduce a una indecisione rispetto al senso delle relazioni tra I e S e alla confusione tra formazione e spesa dei redditi.

Il criterio è perciò o troppo vasto (ogni produzione) o di natura fisica e dunque incerto. In realtà, in entrambe le concezioni, l'operazione di produzione non è propriamente analizzata, ragion per cui i riferimenti alle caratteristiche fisiche disturbano costantemente l'analisi. Il fatto che l'interesse sia inscindibile dalle economie monetarie di produzione non significa per nulla che si tratti di una sorta di rendimento della moneta. L'errore consiste nel trasporre un fenomeno fisico verso la moneta e a fare così dell'interesse monetario un caso particolare.

Il procedimento analitico di Keynes e Sraffa è coerente soltanto se, al di là degli aggiustamenti propri all'attivo-tallone, le relazioni economiche restano fondamentalmente valide indipendentemente da questo tallone. Abbiamo notato come Sraffa e Keynes costruiscano esplicitamente i contratti economici in termini di volume di merci a partire dalle transazioni effettive in unità di moneta. Questo permette di evitare qualsiasi problema di eterogeneità relativo alla misura dei beni, mantenendo una sola transazione su uno stesso bene in due periodi distinti. Il procedimento consiste dunque nel sovrapporre due relazioni, la transazione in contanti e la transazione a termine. Questa sovrapposizione permette di eliminare la moneta e di ottenere apparentemente una relazione "interna" a ciascun bene, continuando comunque a beneficiare dei "vantaggi" delle relazioni monetarie.

Il problema è che sebbene Keynes e Sraffa introducano la moneta sin dall'inizio, queste relazioni iniziali non sono poste in maniera esplicita. Ci si trova perciò di fronte a una alternativa: attenersi a una banalizzazione della moneta nell'insieme degli attivi o al contrario distinguere la moneta ricorrendo a una analisi specifica.

Privilegiando le funzioni di unità di conto e di riserva di valore, Keynes e Sraffa sono indotti a considerare acquisite la misura e la formazione degli attivi, perché sembra sufficiente considerare direttamente i beni provvisti della loro misura fisica. In questo modo, l'unità di misura sembra allora una semplice

unità di conto la cui funzione può essere svolta da qualsiasi bene. Questa prospettiva è simile a quella di Walras, perché l'unità di conto rimanda soltanto a un numerario, che può essere una merce. Il concetto fondamentale di questo tipo di analisi resta dunque quello degli scambi e non dell'economia monetaria di *produzione*.

Tuttavia, partendo dalle relazioni monetarie come condizione preliminare alle operazioni in volume sui beni, Keynes e Sraffa utilizzano esplicitamente un sistema di misura che non si deduce dalle misure fisiche di questi beni. Il nocciolo del problema sembra allora essere non tanto la scelta dell'unità di misura in sé ma la considerazione dell'operazione di misura dei beni (e delle transazioni) in termini economici.

### *Conclusioni*

Keynes ha intravisto le premesse di una analisi alternativa della disoccupazione fondata sull'economia monetaria di produzione. Egli propose di privilegiare il concetto di reddito e insistette sulla misura in unità di salario. Tuttavia, l'analisi dei tassi di interesse specifici non sfrutta questa prospettiva ed è per questa ragione che essa rappresenta un passo indietro rispetto alla prima parte della *Teoria generale*. Partendo dagli attivi, l'analisi dei tassi di interesse specifici ignora completamente il modo in cui i beni sono resi disponibili ed entrano nel sistema economico. Ora, ragionando a partire dalla messa a disposizione dei beni, si osserva che è la produzione a definire uno spazio di misura economico.<sup>24</sup> Diventando oggetto di appropriazione, i beni costituiscono il nocciolo della relazione produzione-consumo e sono perciò integrati in una relazione che corrisponde a una misura economica "monetaria".

### *Riferimenti bibliografici*

Bossone, B. (2001) 'Circuit theory of banking and finance', *Journal of Banking and Finance*, 25(5), pp. 857-90.

Clower, R.W. (1967) 'A reconsideration of the microfoundations of monetary theory', *Western Economic Journal*, 6(1), pp. 1-8.

Keynes, J.M. (1930) *A Treatise on Money*, London: Macmillan.

Keynes, J.M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London: Macmillan.

Keynes, J.M. (1937) 'Alternative theories of the rate of interest', *Economic*

24) Si veda in proposito Rossi (2001, pp. 108-113).



*Journal*, 47(186), pp. 241–52, in D. Moggridge (a cura di) (1973) *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV *The General Theory and After, Part II: Defence and Development*, London e Basingstoke: Macmillan e Cambridge University Press, pp. 201–15.

Kregel, J.A. (1983) 'Effective demand: origins and development of the notion', in J.A. Kregel (a cura di) *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations*, London: Macmillan, pp. 50–68.

Lawlor, M.S. (1994) 'The own-rates framework as an interpretation of the *General Theory*: a suggestion for complicating the Keynesian theory of money', in J.B. Davis (a cura di) *The State of Interpretation of Keynes*, Dordrecht e Boston: Kluwer Academic Publishers, pp. 39–90.

Nell, E.J. (1983) 'Keynes after Sraffa: the essential properties of Keynes's theory of interest and money: comment on Kregel', in J.A. Kregel (a cura di) *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations*, London: Macmillan, pp. 85–103.

Robertson, D.H. (1937) *Money*, Cambridge: Cambridge University Press.

Rossi, S. (2001) *Money and Inflation*, Cheltenham e Northampton: Edward Elgar.

Sraffa, P. (1932) 'Dr. Hayek on money and capital', *Economic Journal*, 42 (165), pp. 42–53.