

La teoria monetaria e la
determinazione dei prezzi fissi e flessibili:
una valutazione di *A Market Theory of Money*
di John Hicks

I contributi di John Hicks hanno influenzato quasi tutti gli aspetti delle teorie economiche dominanti. Tuttavia, nel suo lavoro vi è un argomento prevalente: la dinamica economica. *Valore e capitale* (1939) fu un tentativo di costruire una teoria della dinamica economica sulla base delle teorie dell'equilibrio economico generale di Walras e Pareto combinate con gli approcci intertemporali di Hayek e Lindahl. Probabilmente questo libro è il suo lavoro più conosciuto; tuttavia Hicks restò stupito dal fatto che tanta notorietà derivasse dalla sua analisi statica introduttiva, piuttosto che dall'analisi pienamente dinamica contenuta nelle parti 3 e 4. Hicks era particolarmente insoddisfatto della sua analisi del processo di formazione dei prezzi e dell'aggiustamento del prezzo in disequilibrio, e nel 1956 diede inizio a ciò che egli stesso ha descritto come «una nuova partenza» sui problemi della dinamica economica,¹ basata sull'uso combinato dei modelli di aggiustamento *stock-flusso* e *quantità-prezzo*, o su ciò che denominò modelli P e Q di tipo *stock-flusso* ed *ex ante-ex post*. Questo nuovo approccio alla dinamica portò alla produzione di molti libri importanti, come *Capitale e sviluppo*, *Causalità in economia*, e alla sua riconsiderazione dell'approccio austriaco e di Hayek in *Capitale e tempo*; ognuno di questi libri mette in risalto l'importanza dell'aggiustamento come processo economico che si sviluppa nel corso del tempo.

¹ In "Methods of Dynamic Analysis" Hicks aveva già introdotto l'importanza dell'analisi di bilancio nei suoi primi lavori sulla moneta, per poi integrarla in "Methods of Dynamic Analysis" all'interno di un'analisi globale dell'economia.

Come nel caso dei suoi primi lavori, gli economisti sono apparsi riluttanti a seguire la «nuova partenza» di Hicks, e hanno invece concentrato l'attenzione sul modello delle quantità, da cui trae origine la famosa definizione di Hicks del mercato «a prezzi fissi», collegandolo all'ipotesi di Clower della «decisione duale», con il risultato di dar luogo ai cosiddetti modelli di equilibrio «neo-walrasiano» a prezzi fissi e quantità vincolate. Questi modelli hanno fornito uno sbocco alla «Crisi dell'economia keynesiana», che Hicks stesso aveva annunciato nel suo libro del 1974, ma hanno aggirato il problema del processo di aggiustamento del prezzo in disequilibrio, attribuendo al concetto di «prezzo fisso» il significato di rigidità dei prezzi nel tempo.

L'ultimo libro di Hicks, *A Market Theory of Money*, ritorna sul tema base della dinamica economica, e può essere letto come espressione della sua insoddisfazione verso l'attenzione posta dagli altri economisti sui modelli delle quantità a prezzi fissi a scapito degli altri modi di affrontare la dinamica che emergevano dalla sua «nuova partenza». Uno dei temi principali del libro è la riaffermazione del significato originale del concetto di prezzi fissi, che non è quello di prezzi dati e rigidi. La stessa importanza ha, nel libro, l'intenzione di fornire un'analisi più soddisfacente del processo di aggiustamento del prezzo di mercato, allo scopo di produrre una spiegazione analitica della dinamica di tale prezzo.

Com'era sua abitudine, Hicks torna continuamente ad analizzare l'idea del mercato a «prezzi fissi» vedendola da varie angolazioni e nell'ambito di una serie di approcci analitici. Già in *Crisis in Keynesian Economics* (1974) Hicks aveva fatto di questa idea il centro della sua interpretazione di Keynes. In quel libro il concetto di mercato a «prezzi fissi» veniva definito volendo intendere «non che i prezzi non variano, ma che le cause delle loro variazioni sono esterne al modello». Nell'ultimo libro, l'espressione «prezzi fissi» significa «non che i prezzi non cambiano, ma che vi è una forza che spinge verso la loro stabilizzazione, e che deriva dall'operare non di speculatori indipendenti ma degli stessi produttori» (p. 25). In realtà, l'indice del libro *Crisis in Keynesian Economics* suggerisce, tra parentesi, che i mercati a «prezzi fissi» potrebbero essere meglio definiti mercati a «prezzi annunciati», e in *Economic Perspectives* (1977) i prezzi diventano «amministrati», ma sembra che questi avvertimenti non siano stati tenuti nel debito conto, tanto che nella maggior parte

dei modelli l'espressione «prezzi fissi» indica rigidità dei prezzi. Tuttavia, in qualsiasi modo li si voglia chiamare, è chiaro cosa non siano i «prezzi fissi» dal punto di vista di Hicks: non sono prezzi di equilibrio determinati da un meccanismo di aggiustamento automatico domanda-offerta tipico dell'equilibrio generale walrasiano.

Il fatto che il nuovo libro ritorni su questo argomento da un'altra angolazione suggerisce che Hicks non fosse del tutto certo che la spiegazione che ne aveva dato in precedenza fosse stata pienamente compresa,² e il libro discute estesamente delle cause che precedentemente erano state lasciate «fuori dal modello». Così, benché l'intento principale del libro sia fornire una spiegazione adeguata del processo di aggiustamento dinamico del prezzo e, di conseguenza, una definizione accettabile dei mercati a «prezzi fissi» e di quelli a «prezzi flessibili» tale da consentire un'adeguata distinzione fra essi, è possibile leggere questo libro anche come critica all'attuale stato delle teorie economiche che hanno fallito nel trattare tali problemi.

La discussione relativa alle «cause lasciate fuori dal modello» non è, qui, molto diversa da quella che si poteva trovare già, ad esempio, in *Crisis in Keynesian Economics*, in *Una teoria della storia economica* (1969) o in *Economic Perspectives* (1977). Così, nonostante il fatto che la maggior parte della discussione verta sui mercati a prezzi fissi, che Hicks identifica principalmente nei mercati dei beni manufatti, la chiave d'interpretazione del libro dev'essere individuata nel suo titolo: la relazione tra la dinamica dei prezzi e la teoria monetaria.

Ora, Hicks ha sempre considerato i mercati monetari e finanziari nella categoria dei mercati a «prezzi flessibili»; perciò il titolo solleva il problema di cercare di capire come egli proponga di legare la discussione sui mercati a «prezzi fissi» con l'analisi della moneta. Lo studio di questa relazione ha impegnato Hicks all'inizio delle sue ricerche relative alla teoria monetaria e alla dinamica economica, negli anni '30. Inoltre la suddetta relazione rappresenta il principale aspetto della differenza tra l'approccio di Hicks alla teoria monetaria (e tutto ciò che si è sviluppato a partire da tale approccio o in contrapposizione a esso, da Patinkin, a Tobin, a Lucas) e l'approccio keynesiano alla stessa teoria.

² Oltre alle altre fonti citate, anche *A Theory of Economic History* è quasi completamente dedicato alla distinzione tra prezzi fissi e prezzi flessibili.

Hicks amava far notare che Keynes aveva dato una sorta di tacita approvazione al suo modello IS-LM (Hicks lo chiamava SI-LL), ma era altrettanto pronto a ricordare che Keynes aveva giudicato il suo primo lavoro sulla moneta come parte dell'approccio della "preferenza per la liquidità" alla teoria monetaria. In molte occasioni, Hicks ha preso le distanze dal modello SI-LL e dall'uso che se ne è fatto nella teoria economica dominante, ma non lo ha mai fatto nei confronti del proprio approccio alla teoria monetaria, né mai ha discusso il motivo per cui, data l'iniziale somiglianza all'approccio di Keynes alla liquidità, egli abbia poi sviluppato un approccio diverso. Proprio questa differenza sarà il centro della nostra discussione.

Mercati, intermediari e costo dell'investimento

Prima di iniziare a lavorare su *Valore e capitale*, che avrebbe dovuto fornire un sistema dinamico paretiano in condizioni di previsione imperfetta, Hicks si era occupato estesamente di teoria monetaria. Fu questo lavoro, spedito a Keynes per averne i commenti, a essere giudicato simile alla "teoria della liquidità".³ Il lavoro iniziale di Hicks sulla teoria monetaria è costituito da un articolo originariamente pubblicato in Germania nel 1933, con il titolo "Gleichgewicht und Konjunktur".⁴

In quest'articolo Hicks, sotto l'influenza di Knight, giunge alla conclusione che, dato che l'equilibrio generale potrebbe verificarsi solo in condizioni di previsione perfetta, la moneta non può avere alcun ruolo in un'analisi di questo tipo. Hicks afferma che la domanda di moneta deriva dall'incertezza riguardo alle date e all'ammontare dei pagamenti futuri; egli può pertanto concludere che l'esistenza della moneta «deriva direttamente dall'ignoranza del futuro» (1933, p. 35). Le variazioni del grado di "fiducia" sugli atti di scambio futuri vengono poi identificate come le maggiori determi-

³ Fu presumibilmente sulla base di questo fatto, che a Hicks fu concesso l'onore di recensire la *General Theory* sull'*Economic Journal*, del quale Keynes era il direttore.

⁴ Il manoscritto inglese originale venne perduto, e fu pubblicato in inglese solo come traduzione dal tedesco, in *Economic Inquiry* e poi in *Money, Interest and Wages*, con il titolo di "Equilibrium and the Cycle".

nanti della domanda relativa di attività finanziarie e reali nel portafoglio di un individuo; collocando tutte queste attività in uno spettro e ordinandole da "sinistra" verso "destra", a partire dal denaro contante, verso i depositi a vista, i depositi a breve e poi a lungo termine, fino ai beni materiali e alle azioni, Hicks afferma che una diminuzione della fiducia relativa alle date e all'ammontare dei futuri pagamenti dovrebbe produrre uno "slittamento verso sinistra" della domanda lungo lo spettro delle attività, dando luogo a un aumento della domanda di moneta e delle altre attività liquide situate a sinistra nello spettro, a scapito delle altre attività, meno liquide, situate a destra. Questa teoria spiega non solo le variazioni della domanda di moneta, ma anche i cambiamenti della velocità di circolazione e del livello degli investimenti: variazioni della domanda di moneta producono cambiamenti nella composizione dei portafogli degli individui i quali, a loro volta, determinano variazioni degli investimenti e, dunque, fluttuazioni cicliche.

Come avrebbe potuto scrivere Hicks, emerge in questo modo una teoria che somiglia molto alla teoria della preferenza per la liquidità. Hicks ricorda che Barrett Whale gli aveva indicato la somiglianza di una prima stesura dell'articolo con l'analisi del *Trattato sulla moneta* di Keynes, e che di conseguenza lui stesso non solo aveva consultato quel libro, ma aveva anche spedito a Keynes la versione finale dell'articolo in inglese. Keynes rispose che «non ci muoviamo più in direzioni opposte» (*Economic Perspectives*, p. 141).

Proprio quest'articolo fornisce le basi per quello che doveva sancire la carriera di Hicks come teorico della moneta e che avrebbe influenzato lo sviluppo della teoria monetaria per almeno tre generazioni, l'articolo "A Suggestion for Simplifying the Theory of Money" del 1935. Nonostante l'articolo del 1933 possa essere chiaramente considerato la base del nuovo articolo, tra i due vi è una differenza fondamentale. Il primo dei due si basava infatti su un articolo ancora precedente, del 1931, "Uncertainty and Profit", per spiegare le aspettative individuali sugli scambi futuri e sulle date relative a tali scambi, nei termini di quello che Hicks stesso chiamava il «fattore rischio». Dal momento che si teneva moneta, era chiaro che gli individui non potevano prevedere perfettamente il futuro. La previsione perfetta era perciò sostituita dal «fattore rischio», rappresentato dalla distribuzione dei possibili risultati concernenti le date e l'ammontare dei pagamenti futuri di ciascun individuo.

L'articolo del 1935 segue le stesse linee generali d'analisi, ma va oltre, suggerendo che la teoria monetaria avrebbe potuto essere semplificata se la velocità di circolazione e altre componenti dell'«equazione dello scambio» fossero state sostituite dall'applicazione diretta all'analisi della moneta della teoria marginalista del valore, sulla quale Hicks stava lavorando con Roy Allen. Invece di spiegare le variazioni della domanda di moneta, e dunque della velocità di circolazione e degli investimenti, attraverso cambiamenti nello stato di fiducia, nell'articolo del 1935 l'intero approccio della velocità di circolazione viene considerato la "grande tradizionale fuga" dal problema della spiegazione dei fattori determinanti la domanda di moneta, e deve essere sostituito dall'analisi marginale della domanda.

Invece di considerare l'ignoranza relativa agli scambi futuri come base per l'esistenza della moneta, Hicks ora tenta di trovare «la spiegazione del fatto che la gente tiene moneta quando i tassi d'interesse sono positivi», cosa che egli definisce «l'aspetto centrale della teoria pura della moneta» (1935, p. 51), per mezzo dell'analisi marginale dei prezzi aggiustati per il rischio, cioè corretti in funzione della dispersione attorno al prezzo d'equilibrio, piuttosto che in funzione delle date e degli eventi.

Questa differenza tra l'applicazione del «fattore di rischio» ai prezzi d'equilibrio piuttosto che agli eventi futuri e alle date in cui si verificheranno è importante perché se sono ammessi soltanto impegni al prezzo d'equilibrio (come accade il lunedì mattina, nella settimana di Hicks), allora anche se vi è una distribuzione dei prezzi attesi, vi è perfetta certezza che per la fine della settimana ogni scambista riuscirà a far fronte ai propri impegni, mentre vi è solo un "rischio" che egli non riesca nel suo intento durante la settimana. Dall'altro lato, se vi è una distribuzione relativa agli eventi e alle relative date, allora alcuni individui potrebbero scoprire di non poter far fronte ai propri impegni a meno che non abbiano tenuto riserve liquide per questa eventualità.

Così nell'articolo del 1935 la domanda di moneta è spiegata in termini di tasso d'interesse atteso, di periodo atteso di detenzione di attività alternative alla moneta (cioè una *proxy* per le date alle quali gli individui si aspettano di dover effettuare pagamenti nel futuro) e di un nuovo elemento, il «costo dell'investimento».

Hicks definisce il costo dell'investimento come il «costo della trasformazione delle attività da una forma all'altra» (*ibid.*), o come «frizioni». Queste ultime rappresentano ciò che ora verrebbe definito

«costi di transazione». Il «fattore rischio» non è scomparso; viene ancora applicato al reddito atteso e al periodo atteso di detenzione della moneta, che sono i «prezzi», aggiustati per il rischio, che ora appaiono come gli argomenti della funzione di domanda, ma in termini di distribuzioni di probabilità soggettive.

Essendosi avviato per questa strada, come era sua abitudine, Hicks la seguì direttamente fino alle sue conclusioni logiche, notando che se il rischio viene definito tramite una distribuzione attorno ai prezzi delle attività, un investitore, «dividendo il suo capitale in piccole parti, e disperdendo il rischio, ... avrebbe la possibilità di assicurarsi contro ogni possibile rischio sull'ammontare totale» della sua ricchezza (1935, p. 54) e così non dovrebbe più preoccuparsi di tener conto del «fattore di rischio» nei suoi calcoli.

È interessante notare che Hicks aveva già considerato questa conclusione, ma l'aveva rifiutata, nel discutere la possibilità per le imprese di ridurre il fattore di rischio, in "Uncertainty and Profit". Ciò ha implicazioni radicali: infatti se non vi è più alcun fattore di rischio, allora Hicks non ha più alcuna spiegazione per una domanda di moneta positiva!

È per questa ragione che, allo scopo di spiegare la domanda di moneta, è risultato necessario aggiungere un altro fattore. Nell'approccio di Hicks del 1935, è l'introduzione dei costi di transazione che deve portare l'intero peso della spiegazione di una domanda di moneta positiva, eliminando la diversificazione delle attività come mezzo per eliminare il rischio: «Ma nella realtà il costo degli investimenti rende decisamente non profittevole investire meno di una certa cifra minima in una certa direzione, e ciò elimina la possibilità di ridurre i rischi in questo modo, per coloro che non posseggono considerevoli quantità di capitale» (*ibid.*).

Perché questo rappresenta un vero cambiamento di punto di vista? Si ricordi che Hicks aveva già affermato che la moneta è incompatibile con l'equilibrio generale, che l'equilibrio generale implica previsione perfetta, e che perciò l'introduzione della moneta avrebbe richiesto l'introduzione dell'ignoranza e la possibilità di disequilibrio, o almeno di rischio relativamente alle date e all'ammontare degli scambi futuri. Ma con il rischio definito come una distribuzione attorno ai prezzi corrispondenti all'equilibrio generale, è ormai impossibile "introdurre" l'incertezza nel modello per mezzo del rischio, dal momento che è possibile eliminarlo attraverso la diversificazione dei portafogli. È necessaria un'altra spiegazione: i

costi di transazione, che rendono impossibile la completa eliminazione del rischio per mezzo della diversificazione.

Secondo il teorema di Coase, in assenza di costi di transazione nulla impedisce all'economia di ottenere contratti ottimi nel senso di Pareto; ogni deviazione dall'ottimalità paretiana può essere dunque attribuita ai costi di transazione (cfr. Jurg Niehans, 1987). Così, la conclusione di Hicks del 1933, secondo la quale l'equilibrio economico generale non può contemplare la moneta, viene ora sostituita dall'argomentazione che l'equilibrio generale non può contemplare l'esistenza di costi di transazione. Sembrerebbe, così, che la moneta e i costi di transazione abbiano lo stesso impatto sull'operare dell'economia e che quest'effetto sia dovuto alla stessa causa: l'assenza di conoscenza perfetta. Ma non è così; i costi di transazione non sono incompatibili con la previsione perfetta. Introdurre la moneta nel modello d'equilibrio generale attraverso i costi di transazione non è la stessa cosa che introdurla eliminando l'ipotesi di conoscenza perfetta richiesta nell'equilibrio generale. Nel primo caso la costruzione di base dell'equilibrio generale può essere mantenuta, e la moneta diventa qualcosa che semplicemente compensa un'imperfezione del sistema ed è messa allo stesso livello, ad esempio, dell'assenza di concorrenza perfetta.

Ora, i costi di transazione sono esattamente ciò che la teoria walrasiana elude con l'istituzione dei banditori gratuiti, mentre il banditore è proprio ciò che il mercato a prezzi fissi deve sostituire.⁵ Così, l'estesa discussione dei fattori che spiegano i mercati a prezzi fissi, nell'ultimo libro di Hicks, è anche una discussione di quei fattori dell'organizzazione del mercato che derivano dal mondo reale e producono i costi di transazione; data la sua analisi del 1935, questa discussione fornisce anche una spiegazione per la presenza di una domanda di moneta positiva. In realtà il libro è una teoria "di mercato" della moneta, non perché analizzi in particolare i mercati della moneta,⁶ ma piuttosto perché identifica fattori, come l'esistenza dei *dealers* (intermediari che operano anche in proprio), che sono necessari per l'organizzazione e il funzionamento dei mercati, pro-

⁵ Tale appariva l'ipotesi di Clower della decisione duale, agli occhi degli economisti francesi classificabili come dissidenti walrasiani. Per Hicks, il concetto di prezzo fisso significava semplicemente che qualcosa di interno al modello, piuttosto che un banditore, doveva agire per decidere quali prezzi fissare e perché.

⁶ È sorprendente, ma appropriato, che il libro non si preoccupi affatto di estendere l'analisi dei dettagli istituzionali del mercato del grano, al mercato della moneta o a quello delle attività finanziarie.

ducono costi di transazione, e in tal modo forniscono una spiegazione per la domanda di moneta.

È per questa ragione che Hicks critica i suoi predecessori sul sentiero della dinamica economica, come Walras, Edgeworth e Marshall, per aver trascurato l'analisi diretta della determinazione dei prezzi nei mercati dei beni durevoli, per aver trascurato quelli che chiama i mercati «interni», con il che intende l'operare di professionisti, come i *dealers* e i *market makers* (operatori che fissano i prezzi per gli scambi), nell'analisi della determinazione dei prezzi. Se queste figure sono necessarie per l'operare dei mercati, allora i mercati non possono produrre gli stessi prezzi che risulterebbero dalla ricerca dell'equilibrio generale perfettamente competitivo da parte di banditori non pagati.

A questa conclusione si può giungere in diversi modi. Quello più ovvio è notare che l'esistenza di intermediari per gli scambi implica l'esistenza di prezzi di domanda e prezzi di offerta (*bid-ask prices*), che violano la legge del prezzo unico; in presenza di rendimenti crescenti, questo fatto può condurre a un'inefficiente allocazione delle risorse. Oppure, *dealers* che mantengono posizioni aperte detenendo *stock*, o vendendo *stock* allo scoperto, possono distorcere il modo in cui l'equilibrio generale esprime le azioni di agenti vincolati dalle dotazioni esistenti.

Una volta riconosciuto che il ruolo giocato dai *dealers* nei "mercati interni" può, per qualsiasi ragione, essere internalizzato nell'impresa, Hicks può spiegare l'esistenza dei mercati a prezzi fissi con il fatto che le imprese terranno *stock* e stabiliranno prezzi di offerta per compratori esterni o per commercianti all'ingrosso o al dettaglio.⁷ Da ciò seguono tutti i risultati keynesiani tradizionali del modello IS-LM che presumono che i prezzi siano "fissati". Ma questo modo di argomentare contro l'equilibrio generale non produce necessariamente una spiegazione dell'esistenza di una domanda di moneta positiva, poiché si potrebbe dire che il sistema opera in condizioni di perfetta certezza; in realtà, proprio l'azione dei *dealers* nello stabilire i prezzi di domanda e offerta produce perfetta certezza rispetto ai prezzi stessi.⁸ Dunque, è possibile affermare che i costi di transazione

⁷ Stabiliranno anche prezzi di domanda, che però rimarranno interni all'azienda.

⁸ In realtà, il principale impatto dell'attuale ondata di innovazioni finanziarie sembrerebbe quello di ridurre i tipi di costi di transazione usati per spiegare la domanda di moneta. Le innovazioni finanziarie hanno avuto tanto successo per quest'aspetto, che molte banche centrali hanno rinunciato a porsi obiettivi in termini di specifiche definizioni di offerta di moneta!

esisterebbero anche in condizioni di perfetta certezza, benché ciò non spiegherebbe una domanda di moneta positiva.

Seguendo questa linea di ragionamento, le innovazioni finanziarie introdotte per ridurre i costi di transazione consentirebbero di raggiungere un limite, costituito da un sistema walrasiano di previsione perfetta in cui la moneta sarebbe neutrale perché le innovazioni finanziarie avrebbero ridotto i costi di transazione a zero così da rendere inutile tenere moneta. Questa conclusione è simile a un'affermazione che Hicks aveva già fatto nel suo articolo "A Suggestion for Simplifying the Theory of Money": «La comparsa di tali strumenti di salvataggio [cioè attività ad alta diversificazione e, quindi, a basso rischio] sostituirà la moneta in una delle sue funzioni, e dunque ridurrà la domanda di moneta» (1935, p. 55). I fondi comuni di mercato monetario, che eliminano i "costi di transazione" che gli individui affrontano nell'acquistare accettazioni bancarie e *commercial papers*, riducono il rischio verso lo zero, e tendono così a eliminare la domanda di moneta e a rendere la moneta neutrale.

È per questa ragione che quando Hicks arriva a definire, o meglio a ridefinire, la liquidità all'interno del suo approccio, lo fa in termini di flessibilità in *Crisis in Keynesian Economics*. Con il termine flessibilità Hicks vuole indicare la capacità di ridurre i costi di transazione. La flessibilità diventa «fluidità» in "The Foundations of Monetary Theory" in *Money, Interest and Wages*, ma ha la stessa proprietà di ridurre i costi di transazione.

È interessante inoltre notare che le argomentazioni adottate da Hicks come spiegazioni dell'esistenza di mercati a «prezzi fissi» dipendono anch'esse dai costi di transazione associati al funzionamento dei mercati. È in questo senso che Hicks può affermare che sia l'esistenza della moneta sia l'esistenza dei prezzi nei mercati osservabili nel mondo reale dipendono dalla stessa ipotesi: esse rappresentano imperfezioni nel contesto dell'equilibrio economico generale. Se i mercati fossero perfetti e operassero senza costi, allora non esisterebbero né la moneta né mercati a prezzi fissi, e non ci sarebbe alcuna teoria di mercato della moneta. Ma per Hicks ciò non spiega né il ruolo dei prezzi, né quello dei mercati, né quello della moneta nel processo dinamico.

In realtà, quando nell'ultimo libro arriviamo al capitolo sulla natura della moneta, non vi troviamo alcuna discussione sul mercato monetario, né sulla relazione fra il mercato monetario e gli altri mercati. Invece, Hicks critica il concetto di liquidità in base al fatto

che è possibile definirlo solo attraverso un ragionamento circolare; infatti per definirlo è necessario basarsi sulle proprietà intrinseche della moneta come mezzo di pagamento e come unità di conto. Mentre Hicks riconosce che la moneta è normalmente creata attraverso il processo di scambi di mercato, non vi è alcuna discussione sul processo effettivo di creazione della moneta, né sul fatto che la moneta rappresenta una passività per chi la emette, ha un valore variabile quando viene tenuta come attività, e viene trattata sul mercato come qualsiasi altra attività per determinarne il prezzo. Data l'insistenza di Hicks sulla necessità di intermediari per il funzionamento dei mercati a prezzi fissi, sarebbe apparsa logica un'estensione dell'analisi degli intermediari e dei mercati "interni" ai mercati a prezzi flessibili, visto che sembrano essere valide le stesse condizioni. In realtà, la maggior parte dei mercati finanziari, con l'eccezione della Borsa di Parigi nella rappresentazione che ne dà Walras, vengono azionati da *dealers* che «annunciano» i prezzi di acquisto e di vendita.

Se si fosse eseguita un'analisi della moneta indagando sull'organizzazione del mercato, sarebbe risultato evidente che, nonostante la variabilità dei prezzi che caratterizza tutte le passività finanziarie, i prezzi di alcune passività sono più stabili di quelli di altre; tale stabilità dipende dall'organizzazione del mercato e dal modo in cui gli utilizzatori pagano per le attività che danno luogo al mercato. In genere, nel mercato monetario, le attività che danno luogo al mercato e che rendono stabile il prezzo della moneta sono gratuite o non sono direttamente a carico dei partecipanti al mercato (almeno da quando il governo ha assunto il controllo delle banche centrali e ha affidato loro la responsabilità della stabilità dei debiti delle banche commerciali, nel loro ruolo di "prestatori di ultima istanza"). Tutto ciò non significa che nei mercati a prezzi flessibili, dei quali il mercato della "moneta" è l'esempio più importante, non siano necessarie attività dirette ad agevolare il funzionamento di tali mercati, ma piuttosto che tali attività vengono svolte dal governo e considerate beni pubblici. Per esempio, il prezzo della moneta emesso dalla banca centrale non viene quotato con una differenza fra il prezzo di vendita e il prezzo di acquisto, poiché il mercato monetario funziona senza che il suo costo di funzionamento ricada su alcun individuo privato. È per questa ragione che la moneta ha il costo di transazione più basso fra tutte le attività finanziarie, e che gli individui detengono moneta anche se il suo saggio di rendimento è il minore fra quelli di tutte le attività finanziarie.

L'esistenza di *market makers* è comune a tutti i mercati, che siano caratterizzati da prezzi fissi o da prezzi flessibili; ma le loro caratteristiche e il loro costo variano in funzione della particolare organizzazione istituzionale. I costi di funzionamento del mercato possono essere considerati "costi di transazione", ma anche «costi della liquidità», nel senso che essi determinano i premi di liquidità assegnati alle attività finanziarie.⁹ Minori i costi di transazione di un certo mercato, maggiore il premio di liquidità assegnato alle attività scambiate su quel mercato. Classificare i costi associati alle strutture che garantiscono il funzionamento dei mercati come costi di transazione, significa seguire un approccio di "flessibilità" alla domanda di moneta; se invece si considerano tali costi in termini del loro impatto sul premio per la liquidità, il corrispondente approccio alla domanda di moneta è quello della "preferenza per la liquidità".

Ora, il mercato monetario, definito in senso stretto come mercato interbancario delle riserve bancarie o della moneta emessa dalla banca centrale, è l'unico mercato finanziario organizzato in cui vi siano un unico prezzo di domanda e di offerta e un unico banditore, la banca centrale, che è pronta a comprare e a vendere a quel prezzo e che ha una base patrimoniale che non deve essere remunerata privatamente. È in questo mercato che possiamo osservare la relazione fra la stabilità dei prezzi e i costi di transazione. La ragione principale del fatto che il prezzo della moneta è unico e fissato sta nel mancato addebito dei costi sostenuti dai *market makers* per assicurare la stabilità di tale prezzo (come potrebbe accadere per la moneta stampigliata o come accadeva nel caso di banconote o di cambiali commerciali che venivano vendute a un prezzo inferiore al loro valore nominale).

Ciò significa che il prezzo della moneta sarà sempre più stabile dei prezzi delle altre attività. Questa considerazione ci riporta alla spiegazione keynesiana del fatto che si tiene moneta allo scopo di evitare il rischio di variazioni dei prezzi delle altre attività. Gli individui tengono moneta a causa dell'incertezza relativa ai movimenti dei prezzi delle altre attività finanziarie. La moneta non produce guadagni in termini di redditi da interessi, ma offre la certezza di evitare le perdite nelle quali si potrebbe incorrere detenendo qualsiasi altra attività denominata in moneta. Il motivo per cui

⁹ Ciò può essere misurato, come accade in molti mercati finanziari, in termini della deviazione dal prezzo di equilibrio prodotta da un ordine di acquisto o vendita di un dato ammontare.

si tiene moneta non sta nell'esistenza di costi di transazione considerati un'imperfezione all'interno del sistema walrasiano, ma piuttosto nella necessità di *market makers* i cui servizi sono rappresentati dai costi di transazione per l'organizzazione dei mercati, e nel fatto che mercati diversi sono organizzati in modi diversi, con diversi meccanismi di trasferimento dei costi di transazione sui partecipanti agli scambi. La moneta è la passività il cui mercato è istituzionalmente organizzato in modo da comportare i minori costi di transazione, o almeno in modo che tali costi vengano sopportati dal settore pubblico e non da quello privato. Nella maggior parte dei sistemi monetari ciò è assicurato dal fatto che il governo accetta la responsabilità, non solo dell'emissione di moneta, ma anche di garantire la parità delle singole passività delle banche private con la moneta pubblica emessa dalla banca centrale. Sono possibili organizzazioni istituzionali di mercati privati tali da produrre lo stesso risultato. È interessante notare che in tali organizzazioni di mercato si osservano regole piuttosto formali delle procedure di scambio; tali regole vengono spesso rappresentate come costi di transazione.

Il nesso tra l'approccio alla domanda di moneta basato sui costi di transazione e quello basato sull'incertezza può essere sciolto solo se possiamo distinguere gli elementi che producono i costi di transazione, come ad esempio l'organizzazione del mercato, dagli elementi che producono variabilità nei prezzi delle passività. Da un punto di vista keynesiano, i prezzi delle attività sarebbero variabili anche se l'organizzazione dei mercati risultasse priva di costi, e dunque si osserverebbe ancora una preferenza per la liquidità che non potrebbe essere spiegata nell'ottica dei costi di transazione. Nel 1933 Hicks sembrava seguire la prima delle due concezioni - quella basata sull'incertezza -, e questa inizialmente attirò l'attenzione di Keynes. Il fatto che questa non fosse effettivamente la concezione adottata da Hicks risulta chiaramente sia da ciò che emerge nel suo saggio del 1935, sia dal suo ultimo libro. Tuttavia, la sua reticenza ad accettare tutte le implicazioni del suo approccio quali si rivelano nel lavoro di Patinkin e di Tobin, suggerisce che Hicks non aveva dimenticato completamente i suoi primi passi nella tradizione della teoria keynesiana della liquidità. Dato il suo dichiarato obiettivo di tornare sulla sua analisi della moneta degli anni '30, il lettore avrebbe potuto attendersi una riconsiderazione di questi problemi da parte di Hicks in *A Market Theory of Money*. Invece Hicks si è limitato a restare nel contesto dell'approccio dei costi di transazione, rispondendo quel-

l'aspetto del suo lavoro che lo separa dalla teoria keynesiana. Allo stesso tempo, ha lanciato ai teorici dei prezzi fissi la sfida a fornire una spiegazione analitica della loro ipotesi cruciale. Credo che egli fosse certo che, se fosse riuscito a convincere gli economisti della necessità di una risposta a questa sfida, li avrebbe potuti ricondurre sul sentiero della dinamica economica che egli per primo aveva indicato nella sua "nuova partenza".

Bologna

JAN KREGEL

BIBLIOGRAFIA

- CLOWER, R. W. "The Keynesian Counter-revolution: A Theoretical Appraisal", in D.A. Walker, ed. *Money and Markets*, Cambridge University Press, 1984.
- HICKS, JOHN *Value and Capital*, Oxford, Clarendon Press, 1939.
- HICKS, JOHN "Uncertainty and Profit", reprinted in HICKS, 1982
- HICKS, JOHN "Equilibrium and the Cycle", (1933) reprinted in HICKS, 1982.
- HICKS, JOHN "A Suggestion for Simplifying the Theory of Money", (1935) reprinted in HICKS, 1982.
- HICKS, JOHN "Methods of Dynamic Analysis", reprinted in HICKS, 1982.
- HICKS, JOHN *Capital and Growth*, Oxford, Clarendon Press, 1965.
- HICKS, JOHN *A Theory of Economic History*, Oxford, Clarendon Press, 1969; trad. it., *Una teoria della storia economica*, Torino, Utet, 1972.
- HICKS, JOHN *Capital and Time*, Oxford, Clarendon Press, 1973; trad. it., *Capitale e tempo*, Milano, Etas libri, 1973.
- HICKS, JOHN *The Crisis in Keynesian Economics*, Blackwell, 1974.
- HICKS, JOHN *Economic Perspectives*, Oxford, Clarendon Press, 1977.
- HICKS, JOHN *Causality in Economics*, Oxford, Clarendon Press, 1979; trad. it., *Analisi causale e teoria economica*, Bologna, Il Mulino, 1981.
- HICKS, JOHN *Money, Interest and Wages: Collected Essays on Economic Theory*, Volume II, Blackwell, 1982.
- HICKS, JOHN *A Market Theory of Money*, Oxford, Clarendon Press, 1989.
- NIEHANS, JURG "Transaction costs" in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, vol. IV, London, Macmillan, 1987.