

Sulla non neutralità a breve termine della moneta nella teoria quantitativa

Guardando indietro, trovo che fu il prof. Irving Fisher lo studioso che per primo mi influenzò fortemente a considerare la moneta come un fattore « reale ».

J. M. KEYNES (1)

C'è stato, negli anni recenti, un rinnovato interesse per la tradizionale teoria quantitativa pre-keynesiana. In questo articolo è mio proposito trattare di una caratterizzazione di questa teoria che mi sembra sostenuta sia dai suoi critici sia da almeno uno dei suoi odierni fautori. Mi riferisco all'affermazione che — secondo l'elaborazione formale della suddetta teoria in passato — una variazione della quantità di moneta eserciterebbe la sua influenza soltanto sul livello dei prezzi, ma non sul volume della produzione nemmeno nel periodo breve.

Così, nella sua nota rassegna critica delle condizioni della teoria monetaria prima di Keynes, Lawrence Ritter scrive che

« la prevalente teoria monetaria che va sotto il nome di teoria quantitativa si è occupata quasi esclusivamente della determinazione del livello generale dei prezzi, trascurando l'influenza della moneta sulla produzione reale e sull'occupazione. Così come era stata esposta da Jean Bodin nel 1569 e poi ripresa da John Locke, David Hume, David Ricardo, John Stuart Mill e Irving Fisher, la teoria quantitativa aveva sempre sottolineato che l'offerta di moneta determinava principalmente il livello assoluto dei prezzi. La velocità della moneta

(1) *Alternative Theories of the Rate of Interest*, «Economic Journal», XLVII (giugno 1937), p. 242, nota; citato da JOSEPH E. REEVE, *Monetary Reform Movements* (Washington C.D., 1943), p. 162. L'opera del Reeve, nata da una tesi di dottorato all'Università di Chicago, contiene abbondanti informazioni sulle discussioni degli anni «trenta» sulla moneta.

era considerata un dato istituzionale e la produzione reale totale era assunta al livello di piena occupazione in forza della legge di Say. In termini dell'equazione dello scambio, $MV=PT$, V e T erano assunti come dati cosicché variazioni dell'offerta di moneta si tradurrebbero in variazioni proporzionali dei prezzi.

Le implicazioni pratiche della teoria quantitativa pre-keynesiana erano semplici e paralizzanti. Aumenti dell'offerta di moneta, anche in periodi di notevole disoccupazione, non potevano mai apportare un qualche beneficio permanente. Potevano soltanto essere dannosi, col provocare proporzionali rialzi dei prezzi — opinione questa profondamente radicata nelle credenze popolari di oggi. E' questa impostazione piuttosto che quella keynesiana, che, in un senso sostanziale, considera la moneta come senza importanza. In essa la moneta è ritenuta 'neutrale', un velo dietro il quale le forze 'reali' operano nello stesso modo in cui opererebbero se la moneta non ci fosse. Nell'approccio keynesiano, invece, anche la moneta ha una parte nel processo di determinazione della produzione reale. Per la prima volta la moneta diventa qualcosa più di un semplice velo, e all'economia monetaria è attribuito un *modus operandi* molto differente da quello di un'economia di baratto» (2).

Un inatteso sostegno a taluni aspetti di questa interpretazione è stato di recente fornito da Milton Friedman. In particolare, Friedman parte dall'assunto marshalliano della teoria del valore secondo il quale « la produzione ha bisogno di tempo per aggiustarsi, ma non i prezzi », e, continuando, caratterizza la teoria quantitativa nel seguente modo:

« Questo assunto marshalliano circa il prezzo di un particolare prodotto fu largamente accettato e si fu portati a trasferirlo acriticamente al livello dei prezzi nell'analisi dell'aggiustamento dinamico a una variazione della domanda o dell'offerta di moneta. Come prima notammo, l'equazione di Cambridge si presta ad una interpretazione della relazione domanda-offerta secondo linee marshalliane. Così interpretata, una variazione della quantità nominale di moneta (uno spostamento *una tantum* nella scheda di offerta) richiederà una variazione in una o più delle variabili del lato destro dell'equazione [6] — k , o P , o y — al fine di riconciliare domanda e offerta. Nella situazione finale di pieno equilibrio, l'aggiustamento, in generale, avverrà interamente in P , giacché la variazione della quantità nominale di moneta non altera necessariamente alcuno dei

(2) LAWRENCE S. RITTER, *The Role of Money in Keynesian Theory*, in « Banking and Monetary Studies », ed. Deane Carson (Homewood, Ill., 1963), pp. 139-140.

fattori 'reali' da cui in ultima analisi dipendono k e y . Come nel caso marshalliano, la posizione finale non è influenzata dalle velocità relative di aggiustamento.

Non c'è nulla nella logica della teoria quantitativa che specifichi il corso dinamico dell'aggiustamento, nulla che richieda che l'intero aggiustamento abbia luogo in P piuttosto che in k o y . Era diffuso il riconoscimento che l'aggiustamento durante ciò che Fisher, per esempio, chiamava 'periodi di transizione' avverrebbe in pratica in parte in k e in y e in parte in P . *Senonché questo riconoscimento non è stato incorporato in un'analisi teorica formale*. L'analisi formale ha accettato semplicemente l'assunto di Marshall» (3).

Per evitare ogni possibile equivoco, desidero sottolineare che Friedman nelle applicazioni della sua « moderna teoria quantitativa » assegna una parte centrale agli effetti a breve termine di variazioni della quantità di moneta su k e y ; la questione di cui discuto, peraltro, è la misura in cui ciò avvenne presso gli stessi sostenitori tradizionali della teoria quantitativa, sia nelle loro discussioni informali sia, e specialmente, nelle loro analisi teoriche formali.

A tal fine, e per determinare la validità delle accennate interpretazioni, esaminerò gli scritti di Irving Fisher, della scuola di Chicago, degli economisti di Cambridge e di altri fautori della teoria quantitativa.

1. Irving Fisher

Anche un frettoloso esame della formulazione che Fisher dà della teoria quantitativa mostra quanto fuorvianti siano le interpretazioni sopra ricordate. Così, dal *Purchasing Power of Money* (4) emerge con chiarezza che la relazione proporzionale fra la quantità di moneta e il livello dei prezzi si realizza nel lungo periodo; nel periodo breve la situazione è molto più complicata. Per usare le parole di Fisher all'inizio del capitolo dedicato alle « perturbazioni dell'equazione e del potere di acquisto durante periodi di transizione »,

« se la quantità di moneta venisse d'improvviso raddoppiata, l'effetto della variazione non sarebbe lo stesso in un primo tempo

(3) MILTON FRIEDMAN, *A Theoretical Framework for Monetary Analysis*, « Journal of Political Economy », LXXVIII (maggio-aprile 1970), p. 208; il corsivo è aggiunto da noi.

(4) IRVING FISHER, *The Purchasing Power of Money* (New York, 1922).

e successivamente. L'effetto ultimo, come si è visto, è di raddoppiare i prezzi; ma prima che ciò avvenga, i prezzi oscillano in su e in giù. In questo capitolo considererò gli *effetti temporanei durante il periodo di transizione* separatamente dagli *effetti permanenti o finali* che sono stati considerati nel precedente capitolo. Questi effetti permanenti o finali si manifestano dopo che si è stabilito un nuovo equilibrio — ammesso che, invero, possa mai dirsi stabilita una condizione di equilibrio. Ciò di cui mi occupo in questo capitolo sono gli effetti temporanei, cioè gli effetti nel periodo di transizione» (5).

La sequenza di effetti prospettata da Fisher era di questo tipo:

- 1) I prezzi aumentano.
- 2) Le velocità di circolazione (V e V') aumentano; il saggio di interesse sale, ma non in misura sufficiente.
- 3) I profitti crescono, i prestiti si espandono, e i Q (ossia il volume reale degli scambi) aumentano.
- 4) La moneta deposito (M') si espande relativamente alla moneta fiduciaria (M).
- 5) I prezzi continuano a salire; ossia il fenomeno N. 1 si ripete. Si ripete quindi il fenomeno N. 2, e così di seguito.

Si noti che queste variazioni investono ora tutte le grandezze dell'equazione dello scambio. Si tratta di variazioni temporanee riguardanti soltanto il periodo di transizione (6).

La ragione dell'aumento della velocità di circolazione è l'anticipazione di rialzi dei prezzi (7). Siffatte anticipazioni provocano anche aumenti del saggio monetario di interesse, aumenti però « non sufficienti » — a causa dell'imperfetta capacità di previsione (8) — a neutralizzare i rialzi dei prezzi: ossia, il saggio reale di interesse si riduce. E proprio questo è ciò che provoca il « boom ». In tal modo Fisher integrava la sua analisi del periodo di transizione nella sua analisi teorica formale che distingue fra saggi di interesse reali e saggi di interesse monetari — distinzione che era una fondamentale componente della costruzione teorica di Fisher anche prima che egli si volgesse ai problemi monetari (9).

(5) *Ibid.*, pp. 55-56. Il corsivo è nel testo originale.

(6) *Ibid.*, pp. 63-64.

(7) *Ibid.*, p. 63.

(8) Cfr. IRVING FISHER, *Theory of Interest* (New York, 1930), pp. 43-44.

(9) IRVING FISHER, *Appreciation and Interest* (1896; ristampato a New York, Kelley, nel 1961).

Da ultimo — continuava Fisher — il saggio monetario di interesse si aggiusterà completamente al tasso di aumento dei prezzi. E quando ciò accade,

« coloro che hanno contato sul rinnovo dei prestiti di cui godono ai saggi di interesse precedenti e per i precedenti importi restano delusi. Di conseguenza taluni di essi sono destinati a fallire. Il fallimento (o la prospettiva di fallimento) di aziende che sono pesantemente indebitate con banche suscita in molti depositanti il timore che le banche non siano in grado di realizzare i prestiti concessi. Onde le stesse banche divengono sospette, e i depositanti ritirano fondi. Cominciano allora 'corse agli sportelli', che svuotano le riserve bancarie proprio nel momento in cui ce n'è più bisogno. A corto di riserve, le banche devono ridurre i prestiti concessi. E' allora che il saggio di interesse sale a valori di panico. Gli imprenditori che restano presi nella morsa *devono* avere fondi liquidi per far fronte alle loro obbligazioni e per ottenerli sono disposti a pagare interessi elevati. Taluni di essi sono destinati a fallire; e, con il loro fallimento, la domanda di prestiti si riduce. Questo sbocco di un movimento al rialzo dei prezzi è ciò che si chiama una crisi — una situazione caratterizzata da dissesti, dissesti dovuti a mancanza di liquido quando più questo è necessario » (10).

Come conseguenza della crisi, il precedente processo si rovescia. Ecco la nuova sequenza di eventi:

- 1) I prezzi ribassano.
- 2) Le velocità di circolazione (V e V') diminuiscono; il saggio di interesse diminuisce, ma non in misura sufficiente.
- 3) I profitti si riducono; i prestiti e i Q si riducono.
- 4) La moneta deposito (M') si contrae relativamente alla moneta fiduciaria (M).

I prezzi continuano a ribassare; ossia il fenomeno N. 1 si ripete. Si ripete poi il fenomeno N. 2, e così di seguito (11).

Fisher conclude questo esame con le seguenti osservazioni:

« Ho considerato il rialzo, la svolta al culmine, la caduta e la ripresa dei prezzi. Queste variazioni sono oscillazioni anormali, dovute a qualche perturbazione iniziale. I movimenti al rialzo e al

(10) IRVING FISHER, *The Purchasing Power of Money*, op. cit., pp. 65-66. Il corsivo è nel testo originale.

(11) *Ibid.*, p. 69.

ribasso visti nell'insieme costituiscono un completo ciclo creditizio, che rassomiglia ai movimenti avanti e indietro di un pendolo. Nella maggior parte dei casi il tempo necessario al pendolo economico per completare l'oscillazione nei due sensi è di circa dieci anni. Mentre il pendolo cerca di continuo una posizione stabile, in pratica interviene quasi sempre qualche circostanza a impedire un equilibrio perfetto. Donde oscillazioni, le quali, sebbene tendano ad auto-correggersi, sono di continuo perpetuate da nuove perturbazioni. Qualsiasi causa che turba l'equilibrio basta a provocare oscillazioni. Una delle cause più comuni è un aumento della quantità di moneta. Un'altra è uno scossone alla fiducia del mondo economico (che incide sull'intraprendenza, sui prestiti e sui depositi). Una terza è una scarsità di raccolti, che si ripercuote sui Q . Una quarta sono le invenzioni » (12).

Così, per Fisher variazioni della quantità di moneta non soltanto non erano « neutrali » nei loro effetti, ma in realtà erano una delle principali cause dei cicli, i quali, sebbene considerati come « periodi di transizione », erano supposti di durata intorno a dieci anni.

Come si è appena visto, il modo in cui variazioni della quantità di moneta provocano movimenti ciclici è attraverso i loro effetti sul tasso di variazione dei prezzi, e di qui sul saggio reale d'interesse. E' questo effetto che Fischer poneva in risalto nei suoi primi scritti sui cicli (13). Nei suoi scritti più tardi, tuttavia, egli spostò l'accento dal tasso di variazione dei prezzi al loro livello assoluto, e sottolineò che un basso livello significa un forte peso delle posizioni debitorie e quindi un maggior pericolo di fallimenti e tracolli di aziende (14).

Se variazioni del livello dei prezzi erano una delle cause principali dei cicli, il mezzo per combattere i cicli era mantenere costante il livello dei prezzi. Questa fu la proposta pratica che Fisher sostenne in una lunga serie di pubblicazioni (15). Eccone un esempio:

(12) *Ibid.*, p. 70.

(13) *The Business Cycle Largely a «Dance of the Dollar»*, «Journal of the American Statistical Association», XVIII (dicembre 1923), pp. 1024-28; *Our Unstable Dollar and the So-Called Business Cycle*, «Journal of the American Statistical Association», XX (giugno 1925), pp. 179-202.

(14) *Booms and Depressions* (London, 1933), pp. 17-18 e 25; *The Debt-Deflation Theory of Great Depression*, «Econometrica», I (1933), pp. 337-57.

(15) Cfr., per esempio, *Stabilizing the Dollar* (New York, 1920), *The Money Illusion* (New York, 1928), e *Stable Money* (New York, 1934), specie pp. 374-98.

« Quanto al problema della stabilità monetaria negli Stati Uniti, mentre una grossolana stabilizzazione potrebbe essere ottenuta col semplice ricorso ad aggiustamenti del prezzo dell'oro secondo il piano del 'dollaro compensato', non credo che una stabilizzazione veramente accurata sia realizzabile senza altresì un diretto controllo del volume totale dei depositi a vista o di ciò che può dirsi moneta scritturale...

Per la stabilità del dollaro conterei principalmente su operazioni di mercato aperto e su occasionali variazioni dei tassi ufficiali di sconto sotto la supervisione di uno speciale organo o comitato monetario...

Non appena le condizioni politiche lo consentissero, andrei anche oltre... Vorrei che il Governo togliesse alle banche e assumesse integralmente la funzione di creare o distruggere mezzi monetari, lasciando alle banche i compiti prettamente bancari, come le operazioni di prestito.

Questo progetto, ora favorito da molti economisti, in particolare da Henry C. Simons e da altri docenti dell'Università di Chicago, nonché da alcuni banchieri come George Le Blanc, è il tema di un libro che sto scrivendo: 'The 100% System of Money and Banking' » (16).

La politica propugnata da Fisher era dunque una politica di stabilizzazione del livello dei prezzi da attuarsi principalmente mediante variazioni della quantità di moneta. A questo scopo Fisher proponeva anche di far uso del « controllo della velocità »:

« Passiamo ora dal volume della moneta (M) alla sua velocità (V). Quando la velocità ha un *modus operandi* nocivo, lo ha nella stessa direzione del volume. Si è già visto, per esempio, che nella depressione del periodo 1929-32, mentre il volume della moneta depositato presso le banche associate alla Riserva Federale cadeva del 21%, la sua velocità veniva riducendosi del 61%. Nel caso di un livello dei prezzi al rialzo, il rimedio per la velocità deve forse essere cercato nel volume della moneta, nel togliere cioè dalla circolazione la moneta sovrabbondante; giacché la gente non può spendere ciò che non ha. Il livello dei prezzi scenderebbe, e V diminuirebbe. Per converso, la gente può tesoreggiare ciò che ha; cosicché, nel caso di una depressione e di un ribasso del livello dei prezzi, una semplice nuova offerta di moneta per sostituire quella che è stata liquidata o tesoreggiata, potrebbe non riuscire a rialzare il livello dei prezzi, perché non entra in circolazione. Se, per esempio, si teme

(16) *Ibid.*, pp. 396-397. Il libro ricordato alla fine del brano sopra riportato fu poi pubblicato con il titolo: *100% Money* (New York, 1935).

una sospensione del sistema aureo, proprio lo sforzo di espandere il credito, accrescendo quel timore, può far sì che la nuova moneta sia più che neutralizzata da ritiri per tesoreggiamento, e quindi votarsi all'insuccesso. Per provocare un rapido rialzo del livello dei prezzi, un semplice aumento di M può quindi risultare insufficiente a meno che non sia integrato da qualche influenza indiretta sugli umori del pubblico, capace di accelerare V , cioè di distogliere il pubblico dal tesaurizzare » (17).

Lo specifico mezzo con il quale Fisher proponeva di aumentare la velocità era l'applicazione del piano di Silvio Gesell: emettere « moneta bollata ». « Questo piano funzionerebbe come una tassa di bollo sul tesoreggiamento — aumentando sia la velocità sia la quantità di moneta » (18). « Il piano Gesell sarebbe il metodo più efficace di controllare il tesoreggiamento e probabilmente la via più rapida per uscire da una depressione » (19).

Per finire, potrei aggiungere che in tutta la sua vita Irving Fisher ha dedicato molta più attenzione al problema del « periodo di transizione » — e alla proposta di un « dollaro stabile » inteso ad attenuare le fluttuazioni del periodo di transizione — che non alla sua famosa proposizione di lungo periodo riguardante la relazione proporzionale tra la quantità di moneta e il livello dei prezzi (20).

2. La scuola di Chicago

Passo ora alla teoria quantitativa della scuola di Chicago degli anni trenta e della prima parte degli anni quaranta, della quale Henry C. Simons è stato il principale rappresentante. Come si è visto, questa scuola, e Simons in particolare, ispirò talune proposte di Fisher, specie quella della « 100% money » (21).

La scuola di Chicago si occupò ancor meno di Fisher dell'assunto di lungo periodo della teoria quantitativa. Invero, non sono

(17) *Booms and Depressions*, op. cit., p. 140. Il corsivo è nel testo originale.

(18) *Ibid.*, p. 227.

(19) *Ibid.*, p. 142. Cfr. anche di IRVING FISHER, *Stamp Scrip* (New York, 1933) e *100% Money*, op. cit., pp. 90-91.

(20) Come risulta dagli scritti di Fisher citati nelle precedenti note. Cfr. anche il capitolo dedicato a Fisher da REEVE, op. cit. (Capitolo II).

(21) I quattro capoversi che seguono sono tratti dal mio articolo *The Chicago Tradition, the Quantity Theory and Friedman*, « Journal of Money, Credit and Banking », I (febbraio 1969), pp. 50-51.

riuscito a trovare nemmeno un riferimento a tale assunto negli scritti di Simons. Per contro, il prevalente interesse di questa scuola fu rivolto agli effetti di breve periodo di variazioni della quantità di moneta, e alla politica monetaria più appropriata per neutralizzarli. Più specificamente, il punto di partenza della scuola di Chicago (22) fu la proposizione che la velocità di circolazione V non è costante; al contrario, una caratteristica fondamentale della vita economica è il « pericolo di forti variazioni dal lato della velocità », ossia il pericolo « di alternanze estreme di tesoreggiamento e detesoreggiamento » (23). Queste « forti variazioni » sono a loro volta dovute ad anticipazioni di variazioni del livello dei prezzi, nonché a mutamenti delle condizioni di fiducia dell'ambiente economico determinati dall'andamento dei profitti (24). Così, il pubblico, se si attende rialzi dei prezzi e buoni profitti, detesaurizza, ossia aumenta la velocità di circolazione. Ma il punto cruciale è che queste aspettative si « auto-giustificano »: giacché proprio l'atto di detesoreggiare imprime ai prezzi un'ulteriore spinta al rialzo e porta in tal modo a ulteriori detesoreggiamenti, e così via. In tal modo è messo in moto un « processo cumulativo » di espansione, il quale « si auto-alimenta » e non ha alcun limite « naturale » (25). Inversamente, un « processo cumulativo » indefinito di tesaurizzazione, di ribassi dei prezzi, di depressione, e di ulteriore tesaurizzazione è messo in moto dall'aspettativa che il livello dei prezzi si abbassi e/o che i profitti siano scarsi. Il sistema economico è dunque essenzialmente instabile (26).

(22) Le osservazioni che seguono nel testo sono soprattutto un sommario delle opinioni di Simons, opinioni in larga misura accettate da Mints. L'analisi di Knight è uguale, sebbene, così sembra, con minor fiducia di Simons e Mints nelle proposte d'azione pratica. Cfr. anche J. R. DAVIS, *Chicago Economists, Deficit Budgets, and the Early 1930s*, « American Economic Review », giugno 1968, pp. 476-482.

(23) HENRY C. SIMONS, *Rules versus Authorities in Monetary Policy*, « Journal of Political Economy », febbraio 1936, ristampato nel volume *Economic Policy for a Free Society* (Chicago, 1948), p. 164. Che con « tesoreggiamento » e « detesoreggiamento » Simons intenda indicare variazioni della velocità emerge chiaramente dalla p. 165. Cfr. anche la seguente nota (24).

(24) V. HENRY C. SIMONS, *Banking and Currency Reform* (memorandum inedito, 1933).

(25) FRANK H. KNIGHT, *The Business Cycle, Interest, and Money: A Methodological Approach*, « Review of Economic Statistics », maggio 1941, ristampato nel volume *On the History and Method of Economics* (Chicago, 1956), pp. 210-211 e 223-224.

(26) V. HENRY C. SIMONS, *Personal Income Taxation* (Chicago, 1938), p. 222; *idem*, *Hansen on Fiscal Policy*, « Journal of Political Economy », aprile 1942, ristampato nel volume citato nella nota (23), p. 188; e KNIGHT, op. cit., pp. 211 e 224.

Tale processo cumulativo potrebbe in astratto aver luogo, sebbene in una forma molto meno grave, anche se la quantità di moneta dovesse rimanere costante (27). Nel mondo reale, peraltro, il processo è molto accentuato dalla condotta « perversa » del sistema bancario, che espande il credito in fasi di prosperità e lo contrae in fasi di depressione. In conseguenza, la quantità di moneta (M) e di quasi-moneta (e quindi V) aumenta durante i « booms » e decresce durante le depressioni.

In questa situazione il governo ha l'obbligo di intraprendere una politica anticiclica. Il principio guida di tale politica è variare M in modo da neutralizzare variazioni di V , e così determinare un livello di piena occupazione della domanda globale. Se i prezzi sono flessibili al ribasso, la regola di condotta che assicura la appropriata variazione di M è di accrescere M quando P diminuisce, e di diminuire M quando P aumenta. In ogni caso, è « inconcepibile » che una politica sufficientemente rigorosa, poniamo, di espansione di M in un periodo di depressione non finisca con l'influire sulla spesa totale nella maniera voluta.

Le necessarie variazioni di M possono essere provocate sia da operazioni di mercato aperto sia da disavanzi del bilancio statale. Il secondo metodo è più efficace, e in taluni casi potrebbe essere addirittura necessario. Disavanzi di bilancio, a loro volta, possono essere provocati modificando le spese pubbliche oppure gli introiti fiscali. Dal punto di vista della politica anticiclica, la scelta dell'una o dell'altra via è indifferente, poiché ambedue portano a variazioni di M ; ma dal punto di vista dei principi generali che dovrebbero regolare gli interventi dello Stato nella vita economica, la variazione degli introiti fiscali è nettamente preferibile. Un sistema tributario in cui abbia importanza fondamentale l'imposta progressiva sui redditi è quindi desiderabile non soltanto dal punto di vista della giustizia distributiva, ma anche perché da luogo ad automatiche, appropriate variazioni cicliche degli introiti fiscali.

Oggi l'Università di Chicago si identifica con la teoria quantitativa; ma può essere bene ricordare che non è stato sempre così. Alla svolta del secolo vi insegnava uno dei principali oppositori della teoria quantitativa, J. Laurence Laughlin. Dai suoi scritti, tuttavia,

(27) V. la citazione da Simons (p. 164) ricordata nella nota (23). V. anche *ibid.*, p. 331, nota 16; e LLOYD W. MINTS, *Monetary Policy for a Competitive Society* (New York, 1950), pp. 120-22.

si apprende che i sostenitori della teoria quantitativa non trattavano la moneta come un « velo ». Osservava Laughlin:

« L'opinione un tempo seriamente sostenuta, e ancora oggi generalmente accolta da moltissima gente, che un aumento della circolazione monetaria accelera e ravviva l'attività industriale è necessariamente legata alla validità della teoria quantitativa. Se quest'ultima è infondata, quell'opinione non si regge... » (28).

3. Altri sostenitori della teoria quantitativa

Non tutti i fautori della teoria quantitativa hanno dedicato al « periodo di transizione » l'attenzione di Fisher e della scuola di Chicago. Così, l'analisi riservata al periodo di transizione da Edwin W. Kemmerer consisteva nell'osservare che

« un moderato rialzo del livello dei prezzi stimola spesso la fiducia degli operatori, e ciò, a sua volta, può aumentare temporaneamente i tassi di movimento della moneta fiduciaria e dei depositi (V e R) e il volume dei beni venduti (T) » (29).

Bisognerebbe anche ricordare James W. Angell, che usò l'equazione dello scambio — e la sottopose, invero, a un minuzioso esame empirico — ma che (in contrasto con le implicazioni della teoria quantitativa) trasse dal suo studio la conclusione

« che la moneta esterna e i depositi a vista tendono a muoversi in concomitanza oppure dopo, ma mai *prima* dei vari indici generali della produzione, del commercio, e simili, ai quali sembrano, dal punto di vista statistico e logico, più strettamente correlati. Da ciò tuttavia non si può dedurre che la quantità di moneta sia un fattore puramente passivo nell'attività economica. Ci sono buone ragioni per ritenere che, se il fattore che avvia un periodo di generale movimento di ascesa, è forse, per esempio, un ravvivamento della stessa attività economica, la successiva espansione (particolarmente) dei depositi, che il nostro tipo di sistema bancario permette e di solito incoraggia, sostiene a sua volta o addirittura determina un ulteriore aumento dell'attività economica. Si pone così in moto — e può continuare

(28) J. LAURENCE LAUGHLIN, *The Principles of Money* (New York, 1903), pp. 392-93.

(29) EDWIN W. KEMMERER, *Money* (New York, 1935), p. 58. V. anche pp. 305-306, a proposito dell'effetto stimolante che l'inflazione del periodo 1921-23 esercitò sull'attività industriale della Germania.

per un notevole tempo — una spirale di azioni e reazioni che si accentuano reciprocamente. I dati sopra presentati sono coerenti con questa ipotesi, sebbene non la comprovino in modo adeguato» (30).

In relazione, Angell sosteneva, nel mezzo della depressione degli anni « trenta », che

« i vari gruppi di fatti esaminati nel presente capitolo suggeriscono, peraltro, che il provocare notevoli aumenti della quantità di moneta o di depositi *in anticipo* su aumenti dell'attività economica, con qualsivoglia mezzo, non è probabilmente un metodo efficace per influire sull'attività economica generale in modo desiderabile o, più specificamente, per determinare una sana ripresa generale dell'economia » (31).

Ciò nonostante, Angell avvertiva

« che stabilizzare la quantità di moneta, sia mantenendola assolutamente costante sia permettendole di variare con gradualità e regolarità, eliminerebbe la maggior parte delle più ampie fluttuazioni del reddito nazionale... Le fluttuazioni che dovessero rimanere sarebbero quelle dovute a fluttuazioni della velocità circolare, che sono state relativamente piccole dal 1909 al 1929. Non posso qui discutere se una siffatta stabilità avrebbe impedito il collasso del 1930-32 con l'impedire che si sviluppasse le condizioni da cui il collasso ha avuto origine. Per ulteriori considerazioni su questo punto rimando al mio saggio: *Monetary Control and General Business Stabilization*, pubblicato nel volume *Economic Essays in Honour of Gustav Cassel* (1933) » (32).

In quest'ultimo saggio Angell osservava che

« le conclusioni pratiche cui porta la precedente analisi sono abbastanza semplici. In primo luogo, le principali fonti di una seria instabilità dell'attività economica, prescindendo da fluttuazioni stagionali, sono eccessive variazioni del volume del credito bancario e volumi eccessivi di nuovo risparmio e di nuovi investimenti correnti. Di queste due fonti di perturbamento la prima è di gran lunga più importante, poiché le più serie conseguenze di risparmi e investimenti eccessivi appaiono solo quando l'eccesso di investimenti è inizialmente finanziato in misura importante con la creazione di moneta

(30) JAMES W. ANGELL, *The Behavior of Money* (New York, 1936), p. 60. V. anche pp. 46-48, 158 e 160. Il corsivo è nel testo originale.

(31) *Ibid.*, p. 61. Corsivo nel testo originale.

(32) *Ibid.*, p. 147, nota 2.

addizionale. In secondo luogo, in paesi ove l'azione della Banca centrale è o può essere resa ragionevolmente efficace, la Banca centrale può stabilizzare in misura notevole il volume del credito bancario usando strumenti già familiari, che permettano al suddetto volume di variare soltanto nei modi indicati in precedenza. Un'eccessiva contrazione dell'offerta di credito bancario non può essere, è vero, rettificata dalla sola azione della Banca centrale, ma può essere in gran parte impedita con l'impedire una precedente eccessiva espansione. In terzo luogo, un eccesso di risparmio e di investimenti può essere molto ridotto dall'azione della Banca centrale, anche se non interamente eliminato; e le sue conseguenze più serie possono essere evitate semplicemente con il controllare la quantità del credito bancario.

Credo pertanto che un'appropriata manipolazione del meccanismo monetario e finanziario possa portare a un ragionevole grado di stabilità delle condizioni economiche generali; e che, nel quadro dei principi generali — sociali e giuridici — che oggi caratterizzano paesi come gli Stati Uniti, una durevole stabilità possa essere assicurata soltanto mediante una siffatta manipolazione » (33).

4. La scuola di Cambridge

Fin qui ho considerato i sostenitori della teoria quantitativa nella versione imperniata sulle « transazioni ». Mi volgo ora alle analisi di breve periodo dei sostenitori della versione imperniata sulle « scorte monetarie » (*cash-balances*), e particolarmente dei membri della scuola di Cambridge. Le osservazioni di Marshall (esposte in modo poco sistematico) a questo riguardo sono già state sintetizzate da Eshag (34). Quanto ai discepoli di Marshall, Pigou ha dedicato il capitolo VIII della Parte I delle sue *Industrial Fluctuations* (35) alle « cause monetarie autonome delle fluttuazioni industriali », cominciando con le seguenti affermazioni:

« Nei Capitoli XII-XVII esaminerò gli assetti monetari e creditizi come *condizioni* sulle quali agiscono le cause 'd'avvio', reali e psicologiche, e che, con la loro reazione, determinano in gran parte l'ampiezza degli effetti che ne derivano per l'attività economica. Quella reazione, come vedremo, si realizza attraverso variazioni del

(33) *Monetary Control and General Business Stabilization*, in *Economic Essays in Honour of Gustav Cassel* (London, 1933), pp. 67-68.

(34) EPRIME ESHAG, *From Marshall to Keynes* (Oxford, 1963), capitoli IV-V.

(35) A. C. PIGOU, *Industrial Fluctuations* (II ed.; London, 1929).

volume del credito e del livello generale dei prezzi. Tali variazioni, però, possono, è ovvio, prodursi per ragioni diverse da una reazione agli impulsi suddetti. Quando ciò accade, gli eventi concernenti la moneta sono essi stessi cause 'd'avvio' della perturbazione industriale, alla stessa stregua delle cause reali e psicologiche esaminate in precedenza. La maniera in cui essi operano è, ovviamente, molto simile alla maniera in cui operano movimenti monetari iniziatisi come effetti secondari di qualche altra causa 'd'avvio' » (36).

Le opinioni di Pigou sulla non neutralità della moneta sono di nuovo presentate all'inizio del Capitolo XII (Parte I):

« In uno stato perfettamente stazionario, o, per essere più precisi, in uno stato caratterizzato da un moto che si auto-ripete in modo perfettamente stazionario, non c'è motivo di supporre che l'intermediazione della moneta modifichi i risultati finali... Quando però c'è movimento, il fatto che l'attività industriale sia avvolta in una veste monetaria probabilmente rende, a priori, le sue reazioni ai vari impulsi che la investono diverse da quelle che sarebbero state se le sue membra fossero state nude. La veste monetaria sarà, così opiniamo, una condizione che modifica gli effetti di questi impulsi; giacché il fatto che i suoi movimenti sono essi stessi causati dagli impulsi suddetti, non è, ovviamente, una ragione perché detti movimenti non debbano anche esercitare un'influenza causale. In qual misura e in quali precisi termini questa ipotesi sia giustificata cercheremo di determinare nei particolari nei prossimi sei capitoli » (37).

La via per la quale i fattori monetari influenzano l'attività economica passa attraverso l'effetto esercitato sui prezzi:

« I prestiti bancari extra cui ricorrono gli imprenditori quando le loro aspettative si fanno rosee mettono in moto forze che fanno salire il livello generale dei prezzi. Un ulteriore rialzo è indotto dal fatto che gli imprenditori attingono alla loro riserva di valore per usarla nell'attività economica; poiché, essendo nelle moderne situazioni questa riserva tenuta sotto forma di moneta, principalmente di moneta bancaria, il modo di attingervi può soltanto consistere nell'offrire moneta contro merci sul mercato. Quando le aspettative degli imprenditori diventano pessimistiche, entra in azione la stessa duplice influenza per spingere i prezzi al ribasso. Questi movimenti dei prezzi, di regola, non saranno stati pienamente previsti quando i

(36) *Ibid.*, p. 99; il corsivo è nell'originale.

(37) *Ibid.*, pp. 133-34.

contratti di prestito, e, in minor grado, gli accordi salariali erano stati stipulati. Onde gli imprenditori, i quali sono per lo più mutuatari e pagatori di salari, si trovano, in tempi di prosperità, a ricevere un guadagno inatteso derivante da ciò che, in effetti, è un'adulterazione a loro favore di contratti passati. Essi sono così in grado di aumentare il volume del nuovo capitale da impiegare nell'attività industriale. Negli anni magri la loro posizione si rovescia » (38).

Un'altra influenza è quella, indicata da Fisher, della riduzione del saggio reale d'interesse in periodi di prezzi al rialzo (39).

Queste influenze indussero Pigou a propugnare una politica creditizia diretta a mantenere stabili i prezzi, in un'economia con un livello costante di reddito reale pro capite. Peraltro, per il caso più consueto di un'« economia progressiva » egli concludeva che « l'obiettivo al quale la regolazione del credito può più utilmente mirare non è la stabilizzazione dei prezzi in un senso assoluto, ma una stabilizzazione dei prezzi corretta in relazione al *trend* del reddito reale pro capite; ossia, uno stato di cose nel quale i prezzi diminuiscono in proporzione inversa del *trend* al rialzo del reddito reale medio » (40). Questo obiettivo è da realizzare mediante un'appropriata politica del risconto da parte della Banca centrale (41). Inoltre:

« Se si adotta in maniera convinta una politica di risconto stabilizzatrice, la conseguenza logica per quanto riguarda la moneta non è né il regime aureo né un piano del tipo propugnato da Fisher (il 'dollaro compensato'), ma bensì una moneta carta, il cui volume non sia regolato per legge, ma lasciato libero di mutare in risposta ad ogni variazione della domanda di moneta consentita dalla politica di risconto stabilizzatrice » (42).

Gli effetti di un livello dei prezzi al rialzo (al ribasso) nell'incoraggiare (scoraggiare) la produzione erano stati in precedenza discussi da Keynes nel suo *A tract on Monetary Reform* (43). In mancanza di una soluzione migliore, Keynes sosteneva una politica di stabilizzazione dei prezzi. Ecco le sue parole:

(38) *Ibid.*, pp. 136-37.

(39) *Ibid.*, pp. 137 e 178-80.

(40) *Ibid.*, pp. 256-57.

(41) *Ibid.*, Parte II, Capp. VI-VII.

(42) *Ibid.*, p. 296.

(43) J. M. KEYNES, *A Tract on Monetary Reform* (London, 1923), pp. 32-39.

« Il punto principale è che l'obiettivo delle autorità, perseguito con i mezzi di cui dispongono, dovrebbe essere la stabilità dei prezzi. Sarebbe almeno possibile impedire, per esempio, linee d'azione del tipo seguito da ultimo (in Gran Bretagna), che hanno deflazionato l'offerta di moneta ("cash") in un tempo in cui le scorte monetarie reali ("real balances") andavano crescendo, e che hanno materialmente aggravato la recente depressione. Potremmo riuscire a moderare in notevolissima misura l'ampiezza delle fluttuazioni se si capisse che il tempo per ridurre l'offerta di moneta è quando le scorte monetarie reali stanno riducendosi, cioè quando i prezzi stanno crescendo in modo sproporzionato all'aumento, se pur c'è, del volume della moneta, e che il tempo per accrescere l'offerta di moneta è quando le scorte monetarie reali vengono crescendo, e non, come sembra essere la nostra pratica attuale, il procedimento inverso » (44).

Opinioni simili sugli effetti di variazioni del livello dei prezzi furono sostenute da D. H. Robertson nella prima edizione della sua *Money*. Osservava Robertson che « c'è motivo di ritenere che un livello dei prezzi in diminuzione sia non soltanto un sintomo di depressione, ma anche un agente attivo nell'accrescerne la gravità e prolungarne la durata » (45). Gli è che tale diminuzione « addossa un reale onere all'imprenditore a pro' dei possessori di obbligazioni e dei percettori di salari e stipendi » (46). Similmente, un livello dei prezzi in rialzo stimola un « boom » (47). Si pone quindi la necessità che la Banca centrale studi modi d'intervento capaci di attenuare queste fluttuazioni (48).

Come ultimo esempio della scuola di Cambridge, si può considerare la classica opera di F. Lavington su *The English Capital Market* (49). Nel discutere gli effetti di variazioni del livello dei prezzi Lavington scriveva:

« Se il potere d'acquisto della sovrana comincia a diminuire, ossia se i prezzi cominciano a salire, si inizia un trasferimento di ricchezza a favore dell'imprenditore da parte dei titolari di proprietà immobili e di capitali, dei salariati e forse, temporaneamente, dei fornitori di materie prime. L'imprenditore riceve un regalo in

(44) *Ibid.*, p. 189; il corsivo è nel testo originale.

(45) D. H. ROBERTSON, *Money* (New York, 1922), pp. 161-62.

(46) *Ibid.*, p. 164.

(47) D. H. ROBERTSON, *Money* (edizione riveduta; Cambridge, 1928), p. 117.

(48) *Ibid.*, pp. 159-63; 174-89. V. anche D. H. ROBERTSON, *Banking Policy and the Price Level* (London, 1926), cap. III.

(49) London, 1921.

aggiunta al rendimento su cui contava, e la sua azienda diventa eccezionalmente redditizia. Egli pertanto amplia la sua attività... Variazioni dei prezzi nell'altra direzione deprimono l'attività commerciale e industriale; i saggi reali del salario e dell'interesse sono influenzati in senso favorevole, ma buona parte delle forze di lavoro e del capitale resta oziosa; perdite e bassi profitti rendono gli imprenditori eccessivamente timorosi. Mentre questi sembrano essere gli effetti essenziali di variazioni del valore della sovrana, le loro ramificazioni e le conseguenze ultime dipendono in larga parte dalla causa cui la variazione era originariamente dovuta. Una variazione dovuta a un persistente aumento della produzione di oro può, influenzando il livello generale della fiducia, promuovere un'espansione del credito e quindi indirettamente provocare una forte fluttuazione dell'attività economica » (50).

Lavington approfondì queste influenze nella successiva monografia su *The Trade Cycle* (51), che si concludeva con le seguenti proposte pratiche:

« Sembrano esserci buone ragioni per limitare con azione deliberata l'aumento dei prezzi durante il periodo di crescente attività economica che prima o poi deve venire. Durante tale periodo qualche aumento dei prezzi è probabilmente desiderabile e inevitabile. Ma una limitazione imposta all'entità dell'aumento, vuoi con una condotta del Tesoro che elimini una parte della potenziale espansione della circolazione di banconote vuoi con una politica bancaria intesa a moderare l'espansione dei prestiti bancari, difficilmente potrebbe mancare di eliminare una parte dello stimolo artificiale che all'attività economica è impresso da prezzi al rialzo; in tal modo si frenerebbero gli eccessi di fiducia dell'ambiente economico e si limiterebbero sia le esagerazioni del 'boom' sia l'intensità della depressione che lo segue » (52).

5. Osservazioni conclusive

Vorrei concludere questo articolo con quattro commenti.

Primo: non ho parlato delle opinioni di Knut Wicksell e Ralph G. Hawtrey; le loro opinioni sull'influenza reale di variazioni monetarie attraverso il meccanismo del saggio d'interesse (meccanismo

(50) *Ibid.*, pp. 53-54.

(51) London, 1922, pp. 38-51, 67, 84-85 e 108, 109.

(52) *Ibid.*, p. 113.

peraltro piuttosto diverso nell'un caso e nell'altro) sono così note da rendere superfluo qualsiasi ulteriore riferimento (53).

Secondo: l'analisi degli effetti di breve periodo di variazioni monetarie sul prodotto reale venne presentata dai fautori della teoria quantitativa (inclusi, ovviamente, Wicksell e Hawtrey) non come un accessorio casuale e secondario di una fondamentale analisi di lungo periodo della neutralità della moneta, ma come un oggetto di discussione di grande importanza. Invero, nella maggior parte dei casi i sostenitori della teoria quantitativa hanno dedicato molta più attenzione a questi effetti di breve periodo che non a quelli di lungo periodo.

Terzo: dalla rassegna offerta in questo articolo emerge anche che un tratto comune delle analisi di breve periodo dei fautori della teoria quantitativa era la parte assegnata non al livello dei prezzi, ma al loro tasso di variazione. Per taluni autori l'anticipazione di variazioni del livello dei prezzi influenzava l'attività economica attraverso i suoi effetti sulla « fiducia del mondo degli affari ». Altri autori spiegavano questa influenza più concretamente — e in modo più sistematico — coi ritardi dei salari e altri costi a seguire i prezzi e con le conseguenti ripercussioni di questi ritardi sui profitti. Per altri ancora (e in particolare per Irving Fisher) questa influenza era formalmente integrata in un quadro teorico generale che distingueva tra saggio nominale d'interesse e saggio reale, e che spiegava come (poniamo) un rialzo imperfettamente anticipato del livello dei prezzi aumentasse il primo saggio e diminuiva il secondo. Un quadro teorico alternativo fu elaborato da Wicksell, che lo imperniò sulla fondamentale distinzione fra saggio d'interesse naturale e saggi monetari. Oltre a questi effetti, molti sostenitori della teoria quantitativa considerarono anche l'effetto di una variazione del livello dei prezzi sulla distribuzione del reddito e della ricchezza reali.

Quarto: come corollario di questa comune caratteristica, molti sostenitori della teoria quantitativa propugnarono inoltre una politica di stabilizzazione del livello dei prezzi mediante un'appropriata azione monetaria. E' da sottolineare che l'obiettivo di questa azione non era il livello dei prezzi *per se stesso*, ma il contributo che uno

(53) Quanto a HAWTREY, v. il suo articolo *The Trade Cycle*, «De Economist» (Rotterdam, 1926), ristampato nei *Readings in Business Cycle Theory*, ed. G. Haberler (Philadelphia, 1944), pp. 330-49; cfr. anche G. HABERLER, *Prosperity and Depression* (III edizione, Ginevra, 1941), pp. 15-27. Su Wicksell, v. D. PATINKIN, *Money, Interest and Prices* (II ediz., New York, 1965), pp. 587-97; v. anche HABERLER, *op. cit.*, pp. 34-35.

stabile livello dei prezzi potrebbe dare per la stabilizzazione dell'attività economica (54).

Vorrei da ultimo notare che taluni sostenitori della teoria quantitativa hanno esplicitamente riconosciuto la non neutralità della moneta anche nel periodo lungo. In particolare, questi autori credevano che, a causa del « risparmio forzato » prodotto da rialzi del livello dei prezzi, variazioni monetarie potessero modificare lo stock reale di capitale fisico dell'economia, e quindi il saggio reale d'interesse, anche nel periodo lungo (55).

DON PATINKIN

(54) Dagli scritti di Henry C. Simons non emergono chiare indicazioni che tra economisti di differente formazione — e di paesi diversi — vi fosse un grado abbastanza alto d'accordo a sostegno della politica di stabilizzazione del livello dei prezzi. Ciò che sorprende in modo particolare a questo riguardo è l'assenza, negli scritti di Simons, di ogni riferimento alle opinioni di Irving Fisher — salvo certe riserve espresse nei riguardi del progetto di Fisher della « moneta bollata » (*The Beveridge Program: An Unsympathetic Interpretation*, «Journal of Political Economy», n. 3, settembre 1945, ristampato in *Economic Policy for a Free Society*, p. 283). In relazione, Simons non ha mai impiegato la distinzione fra saggio monetario e saggio reale d'interesse nelle sue varie analisi degli effetti di variazioni del livello dei prezzi sul livello dell'attività economica. Tutto ciò rientra nella più ampia questione dei rapporti della scuola di Chicago degli anni '30 con gli economisti contemporanei, questione che spero di trattare in una prossima occasione.

(55) Per specifici riferimenti agli scritti di Pigou e Wicksell, v. PATINKIN, *Money, Interest and Prices*, *op. cit.*, pp. 632-33.