

La « trappola della liquidità » nell'economia keynesiana *

Recenti discussioni (1) hanno di nuovo sollevato la questione se la « trappola della liquidità » ha una posizione cruciale nell'economia keynesiana. In questo scritto considererò per prima cosa gli aspetti teorici della questione, per poi passare ad esaminare la *General Theory* e accertare le opinioni proprie di Keynes.

1. - Il primo punto da porre in risalto è che qualsiasi opinione sulla questione *de qua* dipende da ciò che si pensa di una questione molto più fondamentale riguardante la natura dell'economia keynesiana: precisamente, il sistema keynesiano deve essere interpretato come un sistema di equilibrio di disoccupazione (l'interpretazione Hicks-Modigliani-Hansen adottata dalla maggior parte dei libri di testo di macroeconomia), oppure come un sistema di squilibrio di disoccupazione? (2) Se si adotta la prima interpretazione, una condizione necessaria perché il livello di disoccupazione rimanga invariato (cioè « in equilibrio ») è che il livello della domanda globale resti immutato; se la domanda globale ha una elasticità diversa da zero rispetto al saggio dell'interesse, condizione necessaria perché essa resti immutata è che resti immutato il saggio dell'interesse; e infine (assumendo una costante offerta nominale di moneta) condizione necessaria e sufficiente perché il saggio dell'interesse resti immutato in presenza di un declino del livello dei prezzi è che il sistema incappi nella « trappola della liquidità ».

* Sono grato a Jacob Frenkel, David Levhari e Jerome Stein per i commenti alla prima stesura di questo articolo.

(1) V. lo speciale simposio sulla teoria monetaria in *Journal of Political Economy*, settembre-ottobre 1972.

(2) Quest'ultima interpretazione è presentata nei miei « Price Flexibility and Full Employment » (1951, par. 14) e *Money, Interest and Prices* (1965, Cap. 14 e suppl. n. K:3). Essa è anche uno dei temi principali del recente lavoro di ЛЕИОННИДОВ sull'economia keynesiana (1968, pp. 161, 332 *et passim*).

Al contrario, se si considera la disoccupazione keynesiana come un fenomeno di squilibrio, allora essa (come ho sostenuto altrove) dipende non dall'assunto che la domanda di moneta sia infinitamente elastica al saggio dell'interesse, ma dall'assunto che — in conseguenza di un'elevata elasticità della domanda di moneta e di una bassa elasticità degli investimenti rispetto al saggio dell'interesse, da una parte, e di effetti di distribuzione e di attesa, dall'altra parte — il processo di aggiustamento automatico del mercato, anche quando sia aiutato da una politica monetaria che spinge al ribasso il saggio dell'interesse, non ha probabilità di convergere in modo né regolare né rapido verso la posizione di equilibrio di pieno impiego.

Questa distinzione può essere illustrata con il consueto diagramma IS-LM, dove per semplicità trascurerò « l'effetto di Pigou » (il « real-balance effect ») nel mercato delle merci. Se, nonostante un livello dei prezzi via via più basso, il livello del reddito nazionale reale Y deve restare immutato a Y_0 , discosto dal livello di pieno impiego Y_F , allora la curva LM deve essere infinitamente elastica in prossimità del punto P. Corrispondentemente, questo punto di intersezione non è influenzato dagli spostamenti a destra delle curve LM provocati dal declino del livello dei prezzi. In tal modo l'economia keynesiana è interpretata come un sistema di equilibrio.

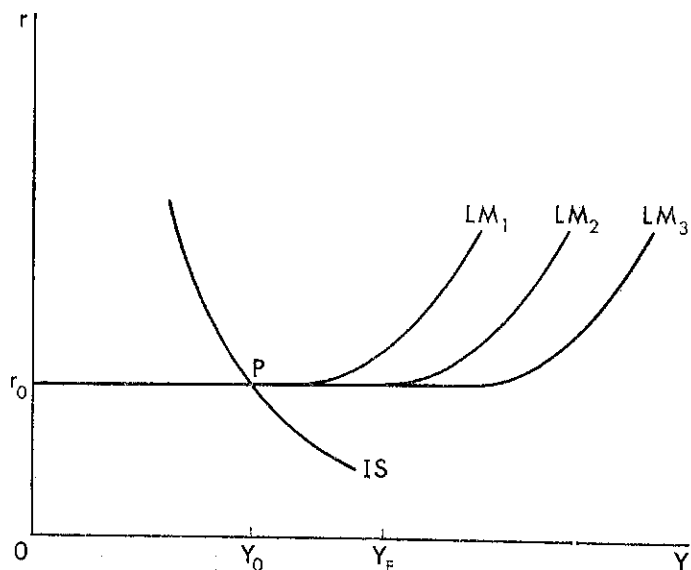


Grafico 1

Se, al contrario, si considera il sistema keynesiano come un sistema di squilibrio, allora anche se in linea di principio dovesse esistere un limite assoluto, r_0 , alla misura in cui il saggio dell'interesse può cadere, nell'esperienza concreta questo limite non è effettivo, e pertanto non è una parte « operativa » del messaggio keyne-

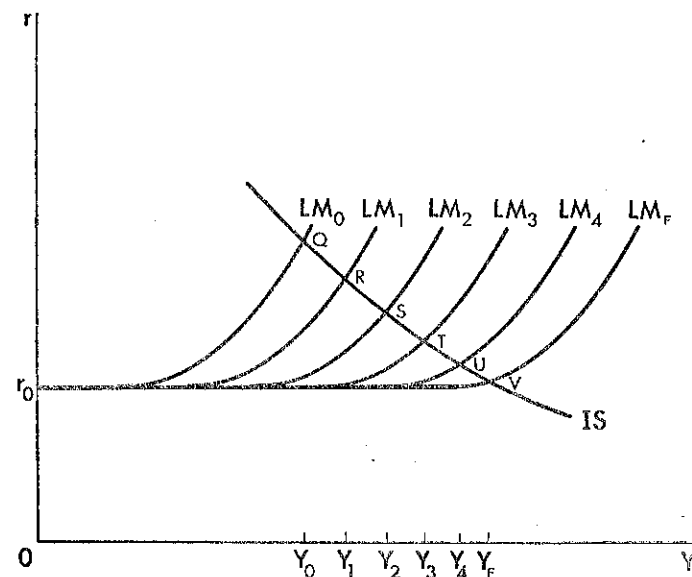


Grafico 2

siano. Questo messaggio implica invece che la combinata influenza di una domanda di moneta elastica e di una domanda di beni di investimento inelastica rispetto al saggio dell'interesse è tale da rendere la via dinamica verso il pieno impiego, aperta o da un più basso livello dei prezzi o da un espandersi dell'offerta nominale di moneta (così come è indicato dai punti Q, R, S, T... nel grafico 2), un processo lungo e difficile e quindi inaccettabile nell'ambito della politica economica.

La natura delle forze che determinano il movimento del livello di « equilibrio » del reddito reale nazionale, Y , lungo questa via può essere rilevata differenziando rispetto al livello dei prezzi, p

— o alla quantità nominale di moneta, M — il sistema che sta dietro le curve IS-LM del grafico 2. Questo sistema è, naturalmente,

$$F(Y, r) = Y, \quad [1]$$

$$L(Y, r) = \frac{M}{p}, \quad [2]$$

dove per semplicità « l'effetto di Pigou » è stato ignorato. Differenziando questo sistema si ottiene la seguente indicazione della variazione proporzionale nel livello di « equilibrio » di Y causato da una variazione proporzionale unitaria di p (o di M):

$$\frac{p}{Y} \frac{dY}{dp} = -\frac{M}{Y} \frac{dY}{dM} = -\frac{1}{(1-F_Y) \eta_r^L - \frac{F}{\eta_r} + \eta_Y^L} \quad [3]$$

dove F_Y è la propensione marginale a spendere reddito in beni, η_r^L e η_Y^L sono rispettivamente le elasticità della domanda di moneta rispetto al saggio dell'interesse e al reddito e η_r^F l'elasticità della domanda di beni di investimento rispetto al saggio dell'interesse.

Così, se si considera il sistema keynesiano come un sistema di equilibrio di disoccupazione (e se si trascurano, come in genere si è fatto, le possibilità che $\eta_r^F = 0$ o $\eta_Y^L = \infty$), η_r^L dell'equazione [3] deve essere infinito per mantenere Y costante in presenza di un livello dei prezzi sempre più basso che può caratterizzare lo stato di disoccupazione; nessun valore finito è compatibile con tale costanza, talché da questo punto di vista tutti i valori finiti di η_r^L sono equivalenti.

Se invece si tratta di squilibrio di disoccupazione, η_r^L può essere finito, e il suo preciso valore finito (poniamo, $-0,1\%$ contro $-2,0\%$) può essere di importanza fondamentale per scopi di politica economica (3).

(3) Per un'opinione contraria, v. FRIEDMAN (1969, p. 155).

Si assuma infatti che l'economia stia producendo a un livello inferiore del 5% al livello di pieno impiego. In tal caso, con assunti ragionevoli per ciò che riguarda il valore delle altre grandezze economiche dell'equazione [3] (precisamente, $F_Y = 0,8$, $\eta_r^F = -0,3$, e $\eta_Y^L = 1,2$), il ripristino del pieno impiego richiederebbe una riduzione dei prezzi (o un aumento della moneta) di circa il 6% nel caso di $\eta_r^L = -0,1$ — ma superiore a 12,5% se $\eta_r^L = -2,0$! Mentre nel primo caso, per il recupero di una situazione di pieno impiego, si potrebbe fare assegnamento sulle forze automatiche del mercato messe in movimento da un più basso livello dei prezzi e/o su forze simili generate da una politica monetaria espansionistica, non sarebbe possibile contare su tali forze nel caso di un'elasticità della moneta rispetto al saggio dell'interesse eguale a $-2,0$.

Superfluo dirlo, è questo soltanto un esempio. Ma quali che siano i valori da attribuire alle altre grandezze dell'equazione [3], resta vero che quanto più alta è l'elasticità della domanda di moneta rispetto al saggio di interesse, tanto maggiore è il declino dei prezzi o l'aumento di moneta necessario per assicurare la desiderata crescita del livello della produzione Y . Non è affatto irragionevole assumere che in taluni casi (come si è appunto visto) un'alta elasticità della domanda di moneta al saggio dell'interesse renderà non praticabile la politica monetaria — anche se non si tratta dell'elasticità infinita della « trappola della liquidità ». Questa conclusione dipende ovviamente anche dal valore delle altre elasticità, e in particolare dell'elasticità degli investimenti al saggio dell'interesse.

2. - In qual modo Keynes considerò la « trappola della liquidità » nella *General Theory*? Io continuo (4) a ritenere che il passo critico in materia sia quello di pag. 207 della *General Theory*, così formulato:

Vi è la possibilità, per le ragioni discusse sopra, che, dopo che il saggio di interesse è caduto ad un dato livello, la preferenza di liquidità divenga virtualmente assoluta, nel senso che quasi tutti

(4) V. PATINKIN (1965, p. 349).

preferiscano detenere contante in luogo di un credito che frutta un interesse così basso. In tal caso l'autorità monetaria avrebbe perduto il controllo effettivo sul saggio di interesse. Ma, mentre questo caso-limite può divenire praticamente importante nel futuro, non ne conosco alcun esempio verificatosi finora. Infatti non vi è stata finora grande occasione di averne una prova, dato che la maggioranza delle autorità monetarie non sono disposte a negoziare con audacia nei crediti a lungo termine. Inoltre, se dovesse sorgere tale situazione, essa significherebbe che la stessa pubblica autorità potrebbe prendere denaro a prestito, attraverso il sistema bancario, su scala illimitata ad un saggio di interesse nominale.

(*General Theory*, p. 207) (5)

Il passo suddetto mostra chiaramente che ciò che è in questione non è se Keynes considerasse teoricamente possibile una situazione di « assoluta preferenza per la liquidità » (ciò che, come il passo indica, egli pensava), ma se considerasse questa possibile situazione come caratteristica del mondo reale che egli stava analizzando (ciò che egli escludeva, come pure risulta dal passo riportato).

Questa distinzione si presenta nello stesso esame svolto da Keynes alcune pagine prima:

Dovrebbero essere fin d'ora ovvie al lettore le difficoltà che si incontrano nel mantenere la domanda effettiva ad un livello sufficientemente alto da offrire un'occupazione piena, le quali derivano dall'associazione di un saggio di interesse a lungo termine convenzionale ed abbastanza stabile con una efficienza marginale del capitale incostante ed altamente instabile.

Quell'ottimismo che può onestamente trarsi da riflessioni più incoraggianti deve dedursi dalla speranza che, proprio perché la convenzione non è radicata in una opinione sicura, essa non opporrà molta resistenza ad una modesta misura di persistenza e di coerenza di intenti da parte dell'autorità monetaria. L'opinione pubblica può essere abituata abbastanza rapidamente ad un ribasso modesto del saggio di interesse, e l'aspettativa convenzionale del futuro ne può essere conseguentemente modificata, preparando così il terreno per un movimento successivo, fino ad un certo punto. Un interessante esempio di ciò è offerto dalla discesa del saggio di interesse a lungo termine in Gran Bretagna dopo l'abbandono del regime aureo: i mo-

(5) Per la traduzione in italiano dei passi della *General Theory* riportati in questo articolo si è utilizzata l'edizione UTET 1947, curata da A. Campolongo. *N.d.r.*

vimenti principali furono compiuti mediante una serie di salti discontinui, man mano che la funzione di liquidità del pubblico, una volta abituata a ciascuna riduzione successiva, diveniva pronta a rispondere a qualche nuovo incentivo nelle notizie o nella politica delle autorità.

(*General Theory*, p. 204)

Similmente, alcune pagine dopo Keynes osserva:

Abbiamo supposto finora un fattore istituzionale che impedisca al saggio di interesse di divenir negativo... Di fatto però, esistono fattori istituzionali e psicologici i quali pongono praticamente un limite molto superiore a zero alla discesa possibile del saggio di interesse... il quale nelle circostanze presenti può forse raggiungere il 2 o il 2½ per cento a lungo termine. Se ciò si dimostrasse corretto, potrebbero presto realizzarsi nell'esperienza effettiva le paradossali possibilità dell'accrescimento del fondo di ricchezza, in condizioni nelle quali il saggio di interesse non potesse discendere ulteriormente in un regime di lasciar fare. Inoltre, se il livello minimo al quale è praticamente possibile portare il saggio di interesse è notevolmente superiore a zero, vi è minor probabilità che il desiderio complessivo di accumulare la ricchezza venga soddisfatto prima che il saggio di interesse abbia toccato il suo livello minimo.

Le esperienze della Gran Bretagna e degli Stati Uniti dopo la guerra del 1914-18 sono infatti esempi effettivi del modo in cui una accumulazione di ricchezza tanto grande da farne discendere l'efficienza marginale più rapidamente di quanto possa discendere il saggio di interesse tenuto conto dei fattori istituzionali e psicologici prevalenti, possa interferire, in condizioni predominanti di lasciar fare, con un livello ragionevole di occupazione e col tenor di vita che le condizioni tecniche della produzione sono atte ad assicurare.

(*General Theory*, p. 219)

In tal modo, è di nuovo evidente che secondo Keynes « condizioni in cui il saggio dell'interesse non può scendere ulteriormente » non si sono ancora « verificate nell'esperienza effettiva ». D'altra parte emerge dal passo ultimo riportato che ciò che Keynes considera come « realizzato nell'esperienza effettiva » è la disoccupazione provocata dal fatto che il tasso dell'interesse scende *troppo lentamente* in relazione all'efficienza marginale del capitale (6).

(6) Questa è anche l'interpretazione della discussione di Keynes nel Cap. 17 della *General Theory*, e, in particolare alla p. 236. Così è pure per le pp. 172-73.

A prima vista questa interpretazione sembrerebbe contraddetta dai seguenti passi pure tratti dalla *General Theory*:

E' vero, tuttavia, che nel caso estremo, nel quale si suppone che i salari monetari discendano illimitatamente in seguito all'esistenza di disoccupazione involontaria, dovuta ad una futile concorrenza per l'occupazione fra i lavoratori disoccupati, vi saranno soltanto due posizioni possibili a lungo andare: l'occupazione piena e il livello di occupazione corrispondente al saggio di interesse al quale la preferenza di liquidità diviene assoluta (qualora questo sia inferiore all'occupazione piena). Supponendo salari monetari flessibili, la quantità di moneta come tale è in realtà senza effetto in periodi lunghi; ma le condizioni alle quali l'autorità monetaria varierà la quantità di moneta entrano come un determinante reale nello schema economico.

(*General Theory*, p. 191)

Se ... i salari monetari dovessero discendere illimitatamente ogni qual volta vi fosse una tendenza ad un'occupazione meno che piena ... non vi sarebbe alcun punto di equilibrio al di sotto dell'occupazione piena fino a quando o il saggio di interesse non possa più discendere oppure i salari siano zero.

(*General Theory*, pp. 303-304)

Peraltro, il vero significato dei suddetti passi può essere stabilito soltanto dopo aver prima determinato se Keynes pensava a una teorica « posizione di lungo periodo » o « posizione di riposo » che ancora non era mai stata realizzata, oppure al mondo reale contemporaneo la cui disoccupazione egli stava analizzando. E dato ciò che ho detto in relazione alle enunciazioni di Keynes di pag. 207 e 219 della *General Theory*, è mia opinione che sia esatta la prima ipotesi. In ogni caso, non c'è nulla nella discussione svolta da Keynes a pag. 191 e a pag. 304 che contraddica questa mia interpretazione.

A suo sostegno — o almeno a sostegno della tesi che Keynes non attribuì molta importanza pratica al limite assoluto inferiore del saggio dell'interesse — c'è una prova fornita dal fatto che nel capitolo XVIII (« The General Theory of Employment Re-Stated », nel quale presumibilmente Keynes avrebbe dovuto indicare la sua posizione in termini di ciò che considerava realmente importante) Keynes fa un'osservazione molto simile a quella dianzi citata da pag. 191 — ma omette qualsiasi riferimento al « saggio dell'interesse al quale

la preferenza per la liquidità diventa assoluta ». Ecco il passaggio in questione:

Perché se la concorrenza fra lavoratori disoccupati conducesse sempre ad una riduzione molto forte del salario monetario, vi sarebbe un'instabilità violenta del livello dei prezzi. Inoltre potrebbe non esservi nessuna posizione di equilibrio stabile, salvo che in condizioni compatibili con un'occupazione piena; giacché l'unità di salario dovrebbe discendere illimitatamente, fino a raggiungere un punto nel quale l'effetto esercitato dall'abbondanza di moneta in termini di unità di salario sul saggio di interesse fosse sufficiente a ristabilire un livello di occupazione piena. In nessun altro punto essa potrebbe fermarsi.

(*General Theory*, p. 253)

C'è tuttavia un passo della *General Theory* favorevole alla tesi che Keynes considerasse la « trappola della liquidità » come una situazione caratteristica del mondo reale. Lo riportiamo di seguito:

Ma l'elemento più stabile, e quello che meno facilmente si può spostare, della nostra economia contemporanea è stato finora, e può darsi che sia ancora in futuro, il saggio minimo di interesse accettabile da parte della generalità dei possessori di ricchezza. Se un livello tollerabile di occupazione richiede un saggio di interesse molto inferiore ai saggi medi dominanti nel diciannovesimo secolo, è estremamente dubbio che esso possa venir ottenuto mediante una semplice manipolazione della quantità di moneta.

(*General Theory*, p. 309)

A mio avviso peraltro il peso di quest'unica citazione dalla *General Theory* è neutralizzato dalle altre citazioni che ho prima richiamato e che mostrano che Keynes non riteneva che una situazione di « assoluta preferenza per la liquidità » prevalesse effettivamente nel mondo di disoccupazione che egli analizzava.

Ciò che queste citazioni mostrano è che Keynes reputava come una realistica possibilità (e perfino come una caratteristica degli anni « trenta ») una situazione di squilibrio di disoccupazione nella quale i salari e il saggio dell'interesse continuassero a declinare, ma (tenuto conto della bassa elasticità degli investimenti all'interesse e dello sfavorevole stato delle attese del sistema) il saggio dell'interesse declinasse troppo lentamente per stimolare in modo adeguato gli investi-

menti, talché il livello della domanda globale, e quindi il livello dell'occupazione, seguitasse ad abbassarsi o almeno a non crescere abbastanza rapidamente. E tale è l'interpretazione dell'economia keynesiana presentata nel primo paragrafo di questo articolo.

DON PATINKIN

BIBLIOGRAFIA

- FRIEDMAN, MILTON, "Interest Rates and the Demand for Money", *The Journal of Law and Economics*, 9 (ottobre 1966); ristampato in *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Aldine, 1969.
- KEYNES, J.M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York: Harcourt, Brace, 1936.
- LEIJONHUFVUD, AXEL, *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, New York: Oxford University Press, 1968.
- PATINKIN, DON, «Price Flexibility and Full Employment», in *Readings in Monetary Theory*, a cura di F.A. Lutz e L.W. Mints. Homewood, Ill.: Irwin, 1951; ristampato in *Studies in Monetary Economics*, New York: Harper e Row, 1972, pp. 8-30.
- PATINKIN, DON, *Money, Interest and Prices*, seconda edizione, New York: Harper e Row, 1965.
- «Symposium on Monetary Theory», *J.P.E.* 80 (settembre-ottobre 1972): pp. 837-950.