

MPRA

Munich Personal RePEc Archive

On the theoretic status of the supply of money: a debate with Augusto Graziani

Cavalieri, Duccio

University of Florence

1996

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/43888/>

MPRA Paper No. 43888, posted 25 Jan 2013 15:36 UTC

SULLO STATUTO TEORICO DELL'OFFERTA DI MONETA: UN DIBATTITO CON AUGUSTO GRAZIANI

di Duccio Cavalieri

1. *Considerazioni introduttive.* Il Prof. Augusto Graziani ha pubblicato in questa rivista una lunga risposta (Graziani, 1995) ad un mio "review-article" (Cavalieri, 1994) in cui erano discusse alcune tesi da lui sostenute in una monografia del 1994 sulla teoria monetaria della produzione. Teoria che viene intesa da Graziani in senso alquanto riduttivo, come analisi di un sistema monetario fondato su diritti di credito trasferibili, utilizzati come mezzi di pagamento a circolazione fiduciaria e funzionalmente non idonei a costituire una riserva di valore¹.

In un ipotetico circuito di questo tipo, l'offerta nominale di moneta sarebbe da ricondurre per intero ad operazioni di finanziamento bancario. Avrebbe quindi natura strettamente endogena. La domanda di moneta "creerebbe" la propria offerta e l'efficacia della politica monetaria ai fini di un controllo nel breve periodo della domanda aggregata risulterebbe assai dubbia, a prescindere dal grado di prevedibilità di tale politica.

Questa visione indebitamente restrittiva dell'offerta di moneta e del ruolo della politica monetaria viene contrapposta da Graziani ad altre concezioni della teoria della moneta: quella neoclassica, quella che egli chiama keynesiana (propria dell'indirizzo della sintesi neoclassica) e quella postkeynesiana. Della teoria monetarista Graziani non fa cenno, quasi la ritenesse una diretta derivazione, scarsamente significativa sul piano dei risultati, di quella neoclassica. Ne risulta un curioso schema di ricostruzione storico-critica, che taglia interamente fuori il dibattito che ha opposto su questi temi per oltre un quarto di secolo keynesiani e monetaristi ed il successivo processo di riavvicinamento di opinioni che ha portato gli uni e gli altri a considerare la teoria della moneta come parte di una teoria più generale delle scelte tra forme diverse di ricchezza.

La maggioranza degli studiosi sembra oggi disposta ad identificare l'offerta nominale di moneta nella somma del circolante nelle mani del pubblico e dei depositi a vista presso le banche commerciali e a riconoscere che la quantità nominale di moneta è determinata formalmente dalle autorità monetarie, mentre la quantità reale, che tiene conto del livello dei prezzi, ha natura endogena e dipende dal comportamento dell'insieme degli operatori economici. Diverso è solo il contesto istituzionale ipotizzato. Per i keynesiani, esso è quello di un sistema economico in cui l'autonomia del mercato è sostanzialmente garantita, ma l'autorità monetaria mantiene un potere discrezionale di indirizzo e di intervento. Così intesa, l'offerta di moneta può trarre origine sia da operazioni di finanziamento bancario, sia da un indebitamento diretto del Tesoro verso la banca centrale, o da acquisti di titoli del debito pubblico compiuti dalla banca centrale sul mercato aperto. E' dunque una grandezza solo parzialmente endogena, che può variare in funzione tanto della domanda di moneta espressa dal mercato quanto delle scelte compiute dalle banche e dall'autorità monetaria.

I monetaristi vedono invece nell'offerta di moneta una variabile esogena, posta sotto il pieno controllo dell'autorità monetaria. La considerano il prodotto della base monetaria per un moltiplicatore abbastanza stabile, di valore superiore all'unità. La relazione di causalità tra domanda ed offerta di moneta risulterebbe di conseguenza invertita rispetto a quella ipotizzata dai keynesiani. Sarebbe l'offerta di moneta a determinare il livello del reddito, e non viceversa. A questa tesi, gli endogeneisti

¹ Non è infatti immaginabile che un individuo razionale chieda ad una banca un'apertura di credito, accettando di pagare forti interessi sul margine di anticipazione effettivamente utilizzato, al solo scopo di tenere a propria disposizione dei fondi liquidi inattivi.

obiettano che i due parametri di comportamento della domanda di moneta che compaiono nella formula del moltiplicatore monetario - il rapporto tra circolante e depositi desiderato dal pubblico e quello tra riserve e depositi desiderato dalle banche - non sono delle funzioni sufficientemente stabili del livello del reddito e dei tassi di interesse sui prestiti. La domanda di moneta non sarebbe quindi prevedibile con certezza.

In tali condizioni, un controllo della base monetaria non servirebbe a regolare l'offerta di moneta. Non sarebbe necessario, perché l'autorità monetaria potrebbe agire sull'offerta di moneta anche per altre vie (ad esempio, con operazioni della banca centrale su titoli di Stato); e non sarebbe neppure sufficiente, se non fosse accompagnato da un controllo della liquidità bancaria, perché in presenza di una stretta creditizia le aziende di credito potrebbero accrescere ugualmente la loro liquidità, vendendo titoli in loro possesso.

Questo, in estrema sintesi, è lo stato attuale della teoria dell'offerta di moneta. Una teoria che non ha forse ancora raggiunto un grado di sistemazione dottrinale soddisfacente, ma che ha comunque ben chiara la complessità delle funzioni che la moneta è chiamata ad assolvere nell'economia odierna e la molteplicità ed eterogeneità dei suoi canali di creazione e di distruzione. Sotto questo profilo, l'inconsueto attaccamento mostrato da Graziani alla nota ipotesi wickselliana di una moneta puramente creditizia - una tipica ipotesi di lavoro di prima approssimazione, per sua natura inadeguata a sostenere un'analisi veramente significativa del problema - mi pare implichi un notevole arretramento della prospettiva teorica.

In questo nuovo intervento nel dibattito mi propongo tre principali obiettivi. Il primo, di carattere storico-critico, è prospettare una linea interpretativa dell'evoluzione del pensiero monetario che porti a sviluppare in modo logicamente coerente, ed in senso autenticamente keynesiano, l'analisi dello statuto teorico dell'offerta di moneta. Il secondo scopo, teoretico, è costituito dal tentativo di delineare una spiegazione della natura dell'offerta di moneta che tenda a superare alcuni motivi di distinzione tra le concezioni teoriche precedentemente richiamate e che si presenti come sufficientemente generale da ricomprendere quali casi-limite le due ipotesi di stretta endogeneità e di stretta esogeneità dell'offerta di moneta. Un terzo ed ultimo obiettivo, di ordine dialettico, è di discutere le numerose osservazioni formulate da Graziani nella sua risposta al mio primo intervento e di dissipare qualche equivoco in cui mi sembra che egli sia incorso nel valutare alcuni aspetti di tale contributo alla discussione.

2. *Il circuito del reddito e quello della moneta.* Un punto che penso convenga chiarire subito è il rapporto che intercorre tra i due concetti di circuito del reddito e di circuito della moneta, che Graziani considera distinti e contrappone l'uno all'altro.

L'idea di un flusso continuo di produzione e distribuzione del reddito risale agli albori della scienza economica. Formulata poco dopo la metà del Settecento da Quesnay, che ne fece la base del suo famoso *Tableau économique*, fu poi ulteriormente sviluppata, come flusso circolare, da Ricardo e da Marx². Oggi il concetto di circuito del reddito è usato da autori di ogni tendenza teorica per descrivere il funzionamento di un'economia monetaria. Ma Graziani ha di esso una strana concezione. Gli attribuisce infatti un significato neoclassico, che gli è assolutamente estraneo. Lo collega mentalmente ad un processo economico sincronizzato di tipo clarkiano, o ad un sistema walrasiano di scambi simultanei di beni e servizi reali, tra famiglie e imprese. Si tratta di due paradigmi teorici che

² Nel secondo volume del *Capitale* (cap. 17, par. 1), Marx parla di un *circuito della moneta*, per indicare "il ritorno della moneta al suo punto di partenza", nel quadro del processo di trasformazione del capitale. E ricorda che Quesnay, nei suoi *Dialogues sur le Commerce et les Travaux des Artisans*, aveva affermato "che la classe produttiva fornisce la moneta con cui le altre classi acquistano i suoi prodotti, e che queste le restituiscono poi la moneta quando tornano l'anno dopo a compiere gli stessi acquisti".

non richiedono il mantenimento di riserve liquide e nei quali la moneta si limita ad esplicitare funzioni meramente tecniche, senza influire sull'equilibrio reale³.

Il circuito del reddito è invece un concetto ben più ampio, applicabile ad ogni sistema economico ed ideologicamente neutro. Si può pensare ad un anello stradale chiuso, con due corsie di movimento, dotate di una diversa direzione di flusso. Lungo una di queste - il circuito delle merci - muovono i beni e servizi reali, nel passaggio dai venditori agli acquirenti. L'altra corsia è il circuito della moneta, lungo cui muove in senso opposto il controvalore in denaro dei beni e servizi reali, corrisposto dagli acquirenti ai venditori. Il circuito della moneta può quindi essere visto come una parte integrante del circuito del reddito.

Contrariamente a quanto afferma Graziani (1995, p. 183), il fatto che in un modello a carattere sequenziale, con scambi non simultanei, sia presente solo moneta bancaria o anche moneta legale non costituisce "una specificazione di scarso rilievo", quando si tratta di stabilire i rapporti tra circolazione monetaria e settore reale. Affinché il sistema degli scambi e dei pagamenti abbia avvio, qualche soggetto deve infatti disporre inizialmente di scorte di moneta idonea a costituire una riserva di valore, cioè di moneta legale.

Quanto alla constatazione che nel circuito del reddito i flussi reali e quelli monetari hanno un diverso rilievo funzionale, essa è un punto di dottrina da tempo acquisito. Era già chiara a Marx, quando affermava che nella circolazione del capitale l'autonomia della moneta è posta come mera parvenza (*Grundrisse*, tr. it. Einaudi, Torino, 1976, p. 524).

3. *Alle origini della tesi endogeneista.* I due flussi circolari dei beni e servizi e della moneta si prestano ad essere strettamente integrati nell'ambito di un'unica analisi, se la moneta viene inserita in una teoria più generale del valore. E' quanto hanno cercato di fare, tra gli altri, Marx e Wicksell.

Trattando de "Le metamorfosi del capitale e i loro circuiti", nella I parte del secondo volume della sua opera maggiore, Marx ha analizzato tre diversi flussi circolari - quelli del capitale-moneta, del capitale produttivo e del capitale-merce - che nel loro complesso descrivono l'intero processo di formazione, circolazione e riproduzione del capitale in un'economia monetaria. Aggregando tra loro, come capitale reale, le due forme funzionali contigue del capitale produttivo e del capitale-merce, i circuiti di Marx possono ridursi a due soli, quelli del capitale reale e della moneta. In un'economia monetaria di produzione, la circolazione di ognuna di queste due forme del capitale non può avvenire se non assieme a quella dell'altra forma. Il capitale reale si trasforma continuamente in capitale monetario e questo in capitale reale.

Anche Wicksell riteneva che a fini analitici convenisse distinguere nel flusso circolare del reddito il circuito del capitale reale, che determina il saggio di interesse naturale, da quello del capitale monetario, che determina in modo del tutto indipendente il saggio di interesse di mercato. Egli pensava che in concorrenza perfetta ogni divario tra il saggio di interesse corrente e quello naturale avrebbe innescato un processo cumulativo di aggiustamento, imperniato sulle variazioni dei prezzi delle merci e sugli effetti che ne sarebbero conseguiti nel mercato del credito⁴. Era tuttavia consapevole che le banche di affari, che hanno un ruolo centrale nel processo di sviluppo dell'economia, non sono inclini

³ Nel circuito del reddito di stampo puramente neoclassico che ha in mente Graziani - e che corrisponde a quella che Keynes chiamava "un'economia reale di scambio" - la moneta sarebbe l'"olio nella macchina" o il "manto sovrapposto", di cui parla Wicksell (1898, pp. 240 e 251-52).

⁴ Se, ad esempio, il saggio di interesse monetario fosse sceso per qualche motivo al di sotto di quello reale, i prezzi delle merci sarebbero aumentati. Ciò avrebbe determinato un'espansione della domanda di prestiti ed una contrazione dell'offerta di risparmio, che avrebbero indotto un rialzo del saggio di interesse monetario. In tal modo l'equilibrio del sistema sarebbe stato ripristinato, con un ritorno al saggio di interesse preesistente, ma a prezzi più elevati.

ad assumere un atteggiamento passivo nella determinazione dei tassi di interesse di mercato (1898, pp. 207-08). E riconosceva che in presenza di un cartello bancario che avesse fissato il tasso di interesse nominale ad un livello superiore a quello naturale, il processo cumulativo di riequilibrio avrebbe incontrato seri ostacoli al suo operare. Se la logica speculativa dei gruppi bancari fosse prevalsa su quella produttiva dei gruppi industriali, il meccanismo di accumulazione del capitale reale si sarebbe inceppato e l'intero sistema sarebbe entrato in crisi.

Uno dei compiti specifici che a quei tempi venivano attribuiti alla teoria della moneta era chiarire perché nell'ambito della teoria del valore, sia classica sia neoclassica, i prezzi relativi delle merci potevano essere determinati senza bisogno di conoscere la quantità di moneta in circolazione nel sistema, mentre lo stesso discorso non valeva per i prezzi assoluti. Questa circostanza introduceva nella teoria del valore un'innaturale dicotomia tra il settore reale ed il settore monetario, che sembrava opportuno rimuovere.

Fu probabilmente per rispondere a questa esigenza teorica che alcuni autori di tendenza neoclassica, che avevano studiato gli effetti di reddito legati ad una variazione del potere d'acquisto della moneta, pensarono di dedicare una certa attenzione anche alla rivalutazione o svalutazione del valore reale delle scorte liquide, che si manifestava al variare del livello dei prezzi. Tale effetto appariva loro in grado di spiegare come variazioni della quantità reale di moneta, modificando la ricchezza personale degli individui, potevano influenzare il livello complessivo della spesa. Per questi autori - Pigou, Robertson, Patinkin - la teoria della moneta era un caso speciale della teoria neoclassica del valore, in cui il "bene moneta" figurava tra gli argomenti delle funzioni di utilità degli individui e l'equazione degli scambi di Fisher completava il sistema walrasiano dell'equilibrio economico generale. Come l'aumento (o diminuzione) dell'offerta di un bene determinava, *ceteris paribus*, una riduzione (aumento) del suo prezzo relativo, così un aumento (o diminuzione) dell'offerta di moneta avrebbe ridotto (aumentato) il suo potere reale d'acquisto.

L'importanza di questa operazione teorica era legata al fatto che essa portava a respingere l'idea dei keynesiani che una scarsa domanda di investimenti o l'esistenza di una trappola della liquidità fossero sufficienti a spiegare un equilibrio di sottoccupazione, anche in presenza di salari flessibili verso il basso. La presenza di disoccupazione avrebbe determinato una riduzione della domanda aggregata ed un conseguente ribasso dei prezzi. Questo, a sua volta, avrebbe fatto aumentare il valore reale della moneta e ciò avrebbe indotto i possessori di scorte liquide ad un maggiore consumo, capace di dare nuovo impulso alla domanda e all'occupazione.

Questa impostazione, che si proponeva di accreditare la tesi neoclassica di una tendenza automatica ad un equilibrio stabile del sistema, presupponeva però che la moneta presa in considerazione fosse considerata dalla gente come una forma di ricchezza netta⁵. Doveva cioè trattarsi di moneta "esterna", originata da acquisti pubblici di beni e servizi, o da trasferimenti pubblici, e non da un indebitamento privato. Affinché la neutralità della moneta fosse preservata, nonostante il venire meno della dicotomia classica, agli esponenti della sintesi neoclassica bastava immaginare che la moneta avesse carattere di moneta-merce, o di moneta legale convertibile emessa dal settore pubblico senza la contropartita di un indebitamento privato. E che, come la biblica manna, essa piovesse direttamente dal cielo nelle tasche degli individui, beneficiando in modo proporzionalmente uguale tutti i possessori di denaro. Oppure che le variazioni della quantità di moneta in circolazione determinassero un riaggiustamento dei consumi individuali ed una redistribuzione della moneta tra gli individui priva di effetti permanenti sulle variabili reali del sistema.

⁵ In un'economia a moneta interna, l'effetto delle riserve liquide reali non avrebbe potuto prodursi, perché né il settore privato né quello pubblico avrebbero acquistato o perduto ricchezza reale al variare dei prezzi.

Una terza posizione teorica, riconducibile all'indirizzo della sintesi neoclassica, assumeva che la velocità di circolazione della moneta rispetto al reddito non fosse né intrinsecamente stabile, come pensavano i neoclassici, né del tutto instabile, come affermavano i keynesiani, ma dipendesse sostanzialmente dalle variazioni del saggio di interesse. Gli esponenti di questa scuola di pensiero ritenevano che, a parità di altre condizioni, un aumento del saggio di interesse avrebbe indotto la gente a tenere minori riserve liquide ed avrebbe accresciuto la velocità di circolazione della moneta rispetto al reddito.

Questo era, in sostanza, lo stato della teoria quando due autori keynesiani, Gurley e Shaw, richiamarono l'attenzione sull'importanza delle caratteristiche istituzionali del sistema monetario, mostrando che nei modelli neoclassici l'effetto delle riserve liquide reali non avrebbe potuto prodursi in presenza di una moneta puramente interna, comportante l'indipendenza delle funzioni di domanda di merci dal livello generale dei prezzi (ossia implicante il postulato di omogeneità di grado zero di tali funzioni nei prezzi monetari), pur risultando la moneta neutrale ed il livello dei prezzi determinato. La teoria monetaria neoclassica avrebbe dovuto pertanto abbandonare la concezione dicotomica del sistema economico⁶.

Gli stessi autori avevano anche mostrato che in un sistema misto, con moneta in parte interna ed in parte esterna, l'effetto delle riserve liquide reali si sarebbe ugualmente verificato, ma avrebbe perso una buona parte della sua rilevanza teorica. La neutralità della moneta non sarebbe stata garantita, perché variazioni nell'offerta di moneta avrebbero potuto alterare le proporzioni tra le quantità dei due tipi di moneta possedute dagli operatori economici, determinando delle variazioni non proporzionali del livello dei prezzi, a saggio di interesse invariato, ed influenzando per tale via sulle grandezze reali. Gurley e Shaw ne deducevano che una politica monetaria efficace nel controllo delle variabili reali richiedesse una combinazione di moneta interna e di moneta esterna. Ossia la contemporanea presenza nel sistema economico di titoli di indebitamento di origine privata e pubblica. Condizione che ai nostri giorni trova generalmente riscontro nella realtà.

Pur così ridimensionato, l'effetto delle riserve liquide reali era apparentemente in grado di eliminare la dicotomia tra la spiegazione del livello assoluto dei prezzi e quella dei prezzi relativi. La critica rivolta da Patinkin a Keynes per avere sostanzialmente ignorato tale effetto non poteva dunque essere trascurata dai keynesiani. Di qui ha probabilmente tratto origine la tendenza di alcuni di loro a sostenere che Keynes aveva in mente un sistema a moneta puramente interna⁷, ove l'effetto delle riserve liquide reali non poteva manifestarsi⁸.

L'esigenza di collocare Keynes sul versante endogeneista, per metterlo al riparo dalla critica di Patinkin, non è tuttavia durata a lungo. Dopo l'era della moneta-merce metallica, è venuta meno storicamente anche quella della moneta-segno convertibile in oro o in argento. L'effetto delle riserve liquide reali ha così finito col perdere gran parte del suo interesse. In un sistema monetario in cui il potere d'acquisto della moneta non risultava più ancorato in alcun modo a qualcosa che presentasse un valore reale, non vi era motivo per ipotizzare una formazione sufficientemente duratura di scorte liquide.

⁶ Cfr. Gurley e Shaw, 1960, cap. III e V, e Patinkin, 1965, cap. XII.

⁷ Caso che il Patinkin non esitò a qualificare come irrealistico. Cfr. Patinkin, 1965, tr. it. p. 629.

⁸ In realtà, nel sistema teorico di Keynes sono presenti sia una moneta interna, conseguente ad indebitamento privato, sia una moneta esterna, originata da indebitamento pubblico, e si incontrano effetti-ricchezza causati da variazioni della quantità reale di moneta, che ricordano molto da vicino l'effetto delle riserve liquide reali (cfr., ad esempio, Keynes, C.W., V, p. 127; X, p. 192, n. 2; XIII, p. 38).

Nel libro di Graziani non si parla dell'effetto delle riserve liquide reali, perché il modello utilizzato è quello di un'economia di puro credito, che non ammette una formazione di scorte liquide ed implica la validità della legge di Say, respinta da Marx e definitivamente confutata da Keynes.

4. *Sul grado di endogeneità dell'offerta di moneta.* Esistono naturalmente modi meno limitativi di analizzare la natura che l'offerta di moneta presenta nel mondo reale. Un approccio tassonomico può forse darne un'idea.

Iniziamo col considerare il caso più semplice, relativo ad un'economia chiusa. In tale contesto l'offerta di moneta si presenta come una grandezza prevalentemente esogena, se l'autorità monetaria decide di stabilirne direttamente l'entità - o di regolare in sua vece una qualunque altra variabile aggregata di quantità - impegnandosi a non modificare nel breve periodo il valore prescelto di questo parametro d'azione. La direzione di causalità nel processo sequenziale va in tal caso dall'offerta di moneta verso il reddito monetario.

Ma l'esogeneità dell'offerta di moneta non può ritenersi completa, se si è disposti a riconoscere due fatti importanti. Il primo è che ciò che occorre assoggettare effettivamente ad un controllo è il prodotto della quantità complessiva di moneta per la sua velocità di circolazione rispetto al reddito, piuttosto che la sola offerta di moneta, o le sue singole componenti. Il secondo è che l'autorità monetaria può controllare direttamente o indirettamente l'offerta di moneta, ma non la sua velocità di circolazione. E' infatti in grado di regolare la base monetaria ed il rapporto minimo tra riserve e depositi delle banche; ma non il rapporto tra circolante nelle mani del pubblico e depositi bancari. In sostanza, essa non arriva mai a controllare entrambi i parametri di comportamento da cui dipende il moltiplicatore monetario.

La situazione è diversa se il parametro d'azione adottato a fini di controllo dall'autorità monetaria non è una variabile di quantità, ma una variabile di prezzo, come il tasso base di rifinanziamento praticato alle aziende di credito dalla banca centrale. L'offerta di moneta tende in tal caso ad assumere un carattere prevalentemente endogeno e la direzione di causalità tra reddito ed offerta di moneta si inverte rispetto al caso precedentemente esaminato. Va cioè dal reddito alla domanda di moneta e poi da questa all'offerta di moneta. Stabilito un tasso ufficiale di sconto, con l'intenzione di mantenerlo fermo per un certo periodo di tempo, la banca centrale si comporterà in modo coerente solo se fornirà al mercato la quantità di moneta che la gente deciderà di chiedere in prestito ai tassi di interesse correnti che ne risultano. Ma va sottolineato che l'autorità monetaria non ha alcun obbligo di comportarsi in tal modo. Vi è solo una questione di coerenza nella sua linea di condotta.

Quel che a me pare evidente è che in nessun caso l'autorità monetaria può fornire al mercato, ad un dato saggio di interesse, una quantità infinita di moneta. Contrariamente a quanto affermano alcuni endogeneisti ad oltranza (Kaldor, Minsky, Moore), l'offerta complessiva di moneta non arriva mai ad essere infinitamente elastica rispetto al saggio di interesse corrente. La domanda di moneta non è quindi in grado di creare qualunque volume di offerta. In queste condizioni, l'offerta di moneta va considerata una variabile solo parzialmente endogena. Gli endogeneisti più moderati non incontrano difficoltà a riconoscere questo punto⁹.

Questa conclusione di fondo, valida per un'economia chiusa, può essere estesa senza sostanziali modifiche al caso di un'economia aperta, se si ipotizza la presenza di cambi perfettamente

⁹ Cfr. P. Davidson e S. Weintraub, 1973. Per Davidson, "post Keynesian monetary theory neither «posits» that the money supply *must* always be endogenous nor that it must always be fully accommodating" (1989, p. 489). Anche per S. Rousseas, "the money supply is endogenous to a marked degree without being perfectly so" (1989, p. 478).

flessibili e di una piena mobilità internazionale dei capitali. L'autorità monetaria mantiene in tal caso un certo grado di controllo diretto sull'offerta di moneta.

Il discorso tende a diventare più complesso in un regime di cambi fissi, in cui l'autorità monetaria può esercitare un controllo diretto sul tasso di cambio, ma non sull'offerta di moneta. Una regolazione indiretta di quest'ultima può in tal caso implicare un notevole deflusso verso l'estero di riserve valutarie. Ma la direzione ultima del rapporto di causalità non muta. Va anche qui dal reddito all'offerta di moneta, che mantiene quindi una natura prevalentemente endogena.

Graziani trova che il mio modo di impostare il problema della natura dell'offerta di moneta, volto a delineare una teoria che tenga conto delle principali caratteristiche istituzionali del sistema, configuri "un atteggiamento estraneo alla logica della ricerca" (1995, p. 188). Ne fa una questione di metodo, che imposta peraltro in termini assai discutibili¹⁰. E fraintendendo interamente il senso del mio discorso, obietta che non è dalla scelta del modello teorico che si possono dedurre le caratteristiche del meccanismo economico. Posso tranquillizzarlo: non ho mai inteso sostenere il contrario. Ho solo detto che ritengo del tutto normale che in funzione della natura specifica del problema in esame e del modo in cui ci si propone di trattarlo, si adottino a fini analitici ipotesi esemplificative diverse sulle circostanze di fatto presenti nel sistema e sul comportamento dei soggetti dotati di autonomia decisionale che vi operano.

Penso che un atteggiamento metodologico di questo tipo non solo sia pienamente lecito, ma incontri un campo naturale di applicazione nello studio dell'offerta di moneta. Non vedo infatti come si possa costruire una teoria dell'offerta di moneta senza formulare delle ipotesi concernenti: *a*) il regime monetario, quello dei cambi e la presenza o meno di restrizioni quantitative ai movimenti di capitale; *b*) il comportamento che si suppone le autorità adottino nella scelta dell'obiettivo intermedio della politica monetaria, di fronte all'alternativa tra un controllo diretto di una variabile di quantità ed una modifica delle condizioni di rifinanziamento praticate dalla banca centrale alle aziende di credito; *c*) il modo in cui si suppone che il settore finanziario privato reagisca alle scelte delle autorità monetarie.

Questa era, a mio avviso, anche la posizione metodologica di Keynes, che - come Graziani stesso non ha mancato di notare - nel corso del suo itinerario teorico si propose di trattare diversi problemi macroeconomici (l'inflazione, la recessione, l'instabilità del sistema, l'equilibrio di sottoimpiego) ed adottò di volta in volta le ipotesi di lavoro che riteneva più consone ad affrontare una certa problematica.

Nel caso dell'offerta di moneta, Keynes si è pronunciato in modo assolutamente esplicito sulla direzione del rapporto di causalità con il reddito. "The relation of changes in M to Y and r " - si legge nella *General Theory* - "depends, in the first instance on the way in which changes in M come about" (C.W., VII, p. 200). Dipende cioè dal fatto che la nuova moneta faccia il suo ingresso nel circuito monetario come reddito di qualche soggetto ("as someone's income"), come avviene quando il governo fa stampare moneta legale per coprire le sue spese correnti; oppure a seguito di un controllo meno rigido sul credito bancario ("by a relaxation of the conditions of credit by the banking system"). E' un chiaro disegno dell'impostazione analitica che sarà poi sviluppata da Gurley e Shaw.

5. *Keynes e l'offerta di moneta*. Per cogliere i tratti essenziali del pensiero di Keynes in tema di offerta di moneta, conviene considerare anzitutto la posizione da lui assunta nel *Tract on Monetary*

¹⁰ Graziani ha una concezione molto personale del modo di accertare il contenuto di verità di una teoria economica. Ritiene che una critica mossa alla coerenza logica di un modello teorico non possa coesistere con una valutazione del grado di realismo della teoria. "Da un modello teorico", afferma, "si può pretendere che esso sia logicamente coerente, o che sia corroborato dall'esperienza". Non le due cose assieme (Graziani, 1995, p. 188). Sulla distanza di questa concezione della logica della ricerca dai principali indirizzi della filosofia della scienza economica, cfr. Cavalieri, 1991, pp. 31-35.

Reform, del 1923. In quest'opera Keynes aveva sostenuto, contro l'opinione allora dominante, che per stabilizzare i prezzi interni occorreva manovrare l'offerta di moneta in modo tale da neutralizzare le variazioni nella preferenza del pubblico per la liquidità. Nell'analizzare il problema delle cause e degli effetti dell'instabilità della moneta, egli aveva aderito, con alcune qualificazioni formali, alla versione di Cambridge della teoria quantitativa. Ma ad un osservatore attento non poteva sfuggire che Keynes non aveva interpretato la teoria quantitativa nel suo significato più tradizionale, che riguardava l'offerta di moneta come una variabile indipendente, da cui risultava determinato il livello dei prezzi. Invertendo la direzione di causalità tra queste due variabili, egli aveva considerato la teoria quantitativa come una spiegazione del modo in cui il livello dei prezzi influisce sulla domanda di moneta.

In un capitolo del *Treatise on Money*, poi soppresso, sul ruolo svolto dal sistema bancario nel ciclo del credito, Keynes aveva inoltre riconosciuto che nell'offrire moneta il sistema bancario può assumere atteggiamenti diversi, a seconda delle circostanze¹¹. Alcuni anni dopo, in una delle stesure provvisorie della *General Theory*, aveva sostenuto che in date circostanze di fatto, e con un certo tipo di aspettative, la domanda di moneta si sarebbe adeguata all'offerta, e non viceversa¹². Ed aveva suggerito di neutralizzare gli effetti prodotti da variazioni di valore della moneta sulle grandezze reali del sistema ricorrendo a misure monetarie di segno opposto all'impulso iniziale, così da evitare che tali variazioni innescassero aspettative di un processo cumulativo di natura destabilizzante. Egli era favorevole ad una politica monetaria attiva, che, separando l'emissione di moneta legale dalle mutevoli vicende delle riserve auree della banca centrale, garantisse la stabilità dei prezzi ed evitasse l'insorgere di un ciclo del credito.

Già da tempo Keynes aveva accentuato il suo distacco dalla teoria quantitativa e reso più esplicito il fondamento teorico di una politica monetaria che tendesse a modificare la disponibilità ed il costo del credito, onde creare un divario tra risparmi ed investimenti, da gestire in funzione anticiclica. Nel *Treatise* aveva distinto la moneta di Stato da quella bancaria ed aveva descritto due diversi tipi di circolazione dei depositi: la circolazione industriale, ritenuta funzione diretta del livello del reddito, e la circolazione finanziaria, che riguardava invece i depositi utilizzati per compiere prestiti ed investimenti in titoli¹³. Aveva inoltre assunto che l'offerta di moneta bancaria corrispondesse alla quantità di mezzi di pagamento che restava disponibile per la circolazione industriale, una volta soddisfatti i bisogni della circolazione finanziaria, che riteneva prioritari, forse alla luce di una situazione storica di preminenza della finanza sull'industria¹⁴.

Secondo Keynes, per stabilizzare l'economia l'autorità monetaria avrebbe dovuto procedere sistematicamente ad un'accurata regolazione dell'offerta di moneta. Questo atteggiamento interventista venne criticato da Hayek, fautore di una politica monetaria più neutrale, in cui il credito concesso dal sistema bancario non avrebbe dovuto superare l'ammontare del risparmio. Hayek interpretò il pensiero

¹¹ "How far the action of the banking system should take the form of a lower bank rate, and how far the form of an increased volume of credit will depend on the state of affairs..." (C.W., XIII, pp. 108-09).

¹² "Thus prices and incomes necessarily change until the aggregate of the amount of money which individuals choose to hold at the level of prices and incomes thus brought about has come to equality with the amount of money created by the banking system. This indeed is the fundamental proposition of monetary theory" (C.W., XIV, p. 435).

¹³ Aggiungendo ai depositi a vista quelli a risparmio - che non sono mezzi di pagamento, ma impieghi finanziari - si ha il totale dei depositi. Sommando i depositi a risparmio all'offerta di moneta in senso stretto, si ottiene l'offerta di moneta in senso lato, o liquidità secondaria del sistema.

¹⁴ Le teorie del circuito monetario tendono invece a trascurare l'esistenza di una circolazione finanziaria, poiché assumono che tutta la moneta abbia origine da prestiti bancari, che ovviamente comportano interessi superiori ai rendimenti delle attività finanziarie.

di Keynes come se esso implicasse che un volume di credito superiore al risparmio si sarebbe necessariamente tradotto in un identico eccesso dell'investimento. Ma questa non era certo l'opinione di Keynes, che considerava l'investimento come una variabile autonoma tanto dal risparmio quanto dalla creazione di credito. Egli riteneva che una teoria dell'investimento fosse necessaria a spiegare la relazione tra quantità di moneta e livello dei prezzi, ma che l'idea di una corrispondenza tra variazione dell'offerta di moneta e flusso di investimenti non avesse alcuna base logica. Non escludeva, ad esempio, che la moneta addizionale fosse utilizzata dalle imprese per sanare precedenti perdite, anziché per compiere nuovi investimenti (C.W., XIII, pp. 244-45)¹⁵.

Fu solo quando l'aspetto analitico centrale della sua ricerca divenne la determinazione del livello dell'attività economica nel breve periodo che Keynes scelse di trattare l'offerta di moneta come una variabile esogena. Lo fece per assicurare la chiusura del suo modello, che altrimenti avrebbe presentato un'incognita di troppo rispetto al numero delle equazioni (cfr. C.W., VII, pp. 174 e 246-47). Ma nulla induce a ritenere che in un contesto di più lungo periodo, in cui la velocità di circolazione della moneta rispetto al reddito non avrebbe potuto essere realisticamente considerata come un dato, Keynes intendesse ugualmente attribuire al prodotto della quantità di moneta per la sua velocità di circolazione natura esogena. Su questo punto, Keynes si è espresso in modo molto chiaro: "There is, of course, no reason for supposing that V is constant... Nevertheless, if we have a short period of time in view..., we can treat V as nearly enough constant" (C.W., VII, p. 201)¹⁶.

In seguito, rispondendo ad alcuni critici, Keynes tornò ancora più volte sull'argomento. Basti ricordare i suoi due articoli del 1937 sull'*Economic Journal*, in cui introdusse il "finance motive for holding money", ed una successiva nota di commento ad una recensione di Robertson. Secondo Graziani, in tali scritti Keynes avrebbe corretto l'impostazione del problema fornita nella *General Theory* e sarebbe tornato alla concezione endogena dell'offerta di moneta delineata nel *Treatise*. Con l'inclusione del "finance", egli avrebbe fornito "una descrizione completa del processo economico come un circuito monetario" (1984, p. 6)¹⁷. Ma siamo di fronte ad un tipico esempio di "wishful thinking". L'analisi keynesiana della moneta non è svolta in termini di flussi, ma di fondi.

Il "finance motive" non è per Keynes un nuovo elemento analitico. E' semplicemente una specificazione del movente transattivo della domanda di moneta. Riguarda il fabbisogno aggiuntivo di moneta per acquistare beni capitali, che si manifesta quando il livello dell'investimento progettato aumenta. In esso non c'è nulla di sostanzialmente nuovo. "The finance required by the planning of activity was ...a factor which had always played a prominent part in my theory. Substantially my theory is exactly what it was when I first published my book" (C.W., XXIX, p. 281).

¹⁵ Graziani (1994, p. 186) scrive di non comprendere perché io sostenga che la posizione da lui assunta in tema di risparmi, investimenti ed espansione del credito bancario richiami alla memoria la concezione di Hayek, piuttosto che quella di Keynes. La spiegazione sta nel fatto che Graziani, come Hayek, ritiene gli investimenti trovino sempre il loro finanziamento in un risparmio corrispondente, volontario o forzato che sia.

¹⁶ Nel *Treatise*, la situazione era diversa. In esso Keynes assumeva "non solo che tutta la moneta della banca centrale sia tenuta dalle banche partecipanti, ma anche *che tutta la moneta corrente nelle mani del pubblico sia moneta delle banche partecipanti, abbia cioè la forma di depositi bancari*" (libro I, cap. 2°, p. 43 tr. it.), precisando tuttavia che questa assunzione non rappresentava le cose nella loro realtà, ma aveva unicamente lo scopo di semplificare l'analisi del problema.

¹⁷ Anche Moore sembra essere di questa opinione, nonostante gli articoli di Keynes forniscano ampia evidenza testuale in senso contrario. Per superare questo scoglio, egli arriva addirittura ad affermare che Keynes stesso non si rese mai conto dell'importanza del "finance motive" per la tesi endogeneista. "The finance motive, properly understood, is really the conclusive argument for the endogeneity of the money stock. This does not seem to have ever been fully perceived, even by Keynes himself" (Moore, 1988b, p. 199).

Vorrei che Graziani si convincesse che non ha veramente alcun senso pensare al "finance" come ad un nuovo elemento analitico atto a rendere strettamente endogena l'offerta di moneta. Keynes dice esplicitamente il contrario. Egli afferma che l'offerta di questa forma di finanziamento dipende tanto dalle condizioni della domanda di moneta quanto dalle scelte compiute dall'autorità monetaria. "The terms of supply of the finance required by *ex ante* investment depend on the *existing* state of liquidity preferences..., in conjunction with the supply of money as governed by the policy of the banking system" (C.W., XIV, p. 217).

6. *La questione della priorità tra impieghi e depositi.* Cerchiamo di fare il punto della situazione. Nella versione più semplice del circuito del reddito - quella di un'economia monetaria chiusa, in cui non sono presenti né le banche né lo Stato - le famiglie cedono alle imprese dei servizi produttivi e ne ricevono in cambio una certa quantità di moneta, che spendono, in tutto o in parte, nell'acquisto di beni e servizi finali. Le imprese, a loro volta, cedono alle famiglie beni di consumo e servizi finali e ne ricevono in cambio della moneta, che utilizzano, in tutto o in parte, per procurarsi dei servizi produttivi.

Quando poi, in seconda approssimazione, si introducono nell'analisi anche lo Stato e le banche, diventa possibile distinguere concettualmente non solo tra moneta legale e moneta bancaria, ma anche tra il circuito monetario (la specie che comprende l'uno e l'altro tipo di moneta) e quello della moneta bancaria (una sottospecie). Affinché i due circuiti coincidano, occorre che tutta la moneta in circolazione abbia natura creditizia. Questo è appunto quanto assumono Graziani ed i teorici del circuito monetario, che non tengono conto che l'assenza di moneta legale ("moneta primaria") fa venire meno la base legalmente richiesta per la creazione della moneta bancaria ("moneta secondaria").

Supponiamo per un momento che le cose vadano come le descrive Graziani e che per il funzionamento del sistema del credito non siano richiesti dei depositi primari. I beneficiari delle aperture di credito inizialmente concesse dalle banche emetteranno degli assegni, o compiranno dei pagamenti utilizzando le loro carte di credito. E coloro che verranno in possesso di queste promesse di pagamento a mezzo banca cercheranno di riscuotere i crediti che esse attestano. Ma le banche non potranno fronteggiare con strumenti legali di pagamento queste richieste di onorare i loro impegni. Per superare l'"impasse", si dovrebbe utopisticamente supporre che i destinatari delle promesse di pagamento si contentino di vedersi accreditare le somme in questione e non cerchino di prelevarle effettivamente. Ciò porterebbe a configurare un sistema virtuale di pagamenti, senza trasferimento materiale di moneta.

A sostegno della tesi della priorità degli impieghi sui depositi, Graziani ricorre ad un ragionamento puramente tautologico. Sarebbe sufficiente, a suo avviso, "riflettere sul fatto che, se tutte le banche insieme attendessero di raccogliere un deposito prima di erogare un credito, esse attenderebbero invano, visto che, in assenza di impieghi, nessun soggetto disporrebbe materialmente di alcuna liquidità da depositare" (Graziani, 1995, p. 185). Questo è vero, tuttavia, solo se si ipotizza che tutta la moneta sia di tipo bancario. Non è affatto vero se la gente può disporre per compiere depositi anche di moneta legale inconvertibile, immessa nel circuito del reddito attraverso una spesa pubblica finanziata con un disavanzo di cassa del Tesoro.

Utilizzando la logica di Graziani, si potrebbe facilmente ribaltare la tesi da lui sostenuta ed affermare che se tutte le banche dovessero effettuare degli impieghi prima di raccogliere dei depositi, nessuna di esse disporrebbe materialmente della liquidità richiesta a compiere operazioni attive. Non vedo però alcun costrutto nel porre il problema in termini di priorità logica dell'una o dell'altra categoria di operazioni bancarie. Sarebbe come chiedersi se sia nato prima l'uovo o la gallina; questione senza dubbio avvincente, ma di cui, come sappiamo, non è possibile venire a capo. Domanda

ed offerta di credito bancario sono in realtà due variabili interdipendenti. I loro valori sono determinati contemporaneamente¹⁸.

7. *Sull'offerta di moneta bancaria.* L'apertura di un deposito bancario, reale o fittizio, avviene sempre su iniziativa di un cliente della banca, che ne fa domanda¹⁹. Il ruolo svolto dalla domanda nel determinare l'offerta di moneta bancaria non va tuttavia sopravvalutato. Ai tassi di interesse vigenti sul mercato, i singoli operatori chiedono alle banche la quantità di credito che desiderano ottenere. Ma le banche non sono affatto obbligate a concedere credito a chiunque, o a concederlo nella quantità richiesta, se questa eccede un massimale preventivamente stabilito dall'autorità monetaria. Il volume del credito bancario è determinato contrattualmente, da un confronto tra la domanda e l'offerta.

L'idea di Graziani che la moneta-segno, non potendo essere costituita da autentiche merci, abbia necessariamente la natura di moneta di credito (1988a, p. XV) non riflette la realtà. La moneta legale inconvertibile non costituisce un debito per la banca centrale²⁰, che non è tenuta ad accantonare a riserva un controvalore e non resta obbligata in alcun modo nei confronti di chi viene in possesso della moneta-segno che essa emette. Tale moneta è semplicemente un'espressione del privilegio di signoraggio dello Stato²¹.

Né si può pensare che se si fosse disposti a riconoscere natura strettamente endogena alla moneta bancaria, che costituisce la componente di maggior peso dell'offerta complessiva di moneta, tale carattere si estenderebbe automaticamente all'intero aggregato. La presenza di una quantità anche minima di moneta proveniente da indebitamento pubblico è a mio avviso sufficiente ad escludere che l'intera offerta di moneta abbia natura endogena²² e a configurare l'effetto delle riserve liquide reali.

Nessun sistema di pagamenti può funzionare senza una base di moneta legale, perché in esso verrebbe meno ogni limite naturale all'espansione del credito, che in teoria - in presenza di una domanda sostenuta e di un'offerta che tendesse ad adeguarsi ad essa in modo sostanzialmente passivo - potrebbe crescere all'infinito, dato l'evidente interesse delle banche ad espandere il credito per aumentare i loro utili. Nella realtà, tuttavia, le cose vanno diversamente. Il credito bancario non è un

¹⁸ Non è solo una questione di punti di vista. Non ha senso sostenere - seguendo l'approccio tradizionale del moltiplicatore monetario - che per la singola banca i depositi sarebbero all'origine dei prestiti, mentre per il sistema bancario nel suo complesso i prestiti creerebbero i depositi.

¹⁹ Secondo Moore, nell'offrire prestiti le banche sarebbero "price setters" e "quantity takers" (1988a, p. 381, e 1988b, p. xii).

²⁰ Keynes riteneva che la moneta corrente fosse "in misura predominante moneta bancaria". Quando, per semplificare, ipotizzò che tutta la moneta posseduta dal pubblico avesse forma di depositi bancari, ebbe cura di precisare che questa assunzione non rappresentava i fatti nella loro realtà (*Treatise*, I, p. 43 tr. it.). Anche Wicksell definì un'economia di puro credito "un caso puramente immaginario" (1897, p. 7 tr. it.; 1898, p. 196 tr. it.).

²¹ Non a caso, chi riconosce alla moneta solo il ruolo tecnico di intermediario degli scambi, rifiuta di considerare la moneta legale a corso forzoso come una componente della ricchezza netta del settore privato. E questo vale indipendentemente dal fatto che la moneta legale inconvertibile sia entrata in circolazione nel sistema come "moneta interna", in conseguenza della cessione da parte delle aziende di credito alla banca centrale di preesistenti debiti privati, o come "moneta esterna", attraverso un canale di indebitamento pubblico.

²² Cfr., per la tesi opposta, Kaldor, 1982, p. 65, e Moore, 1988b, p. XIII. Moore semplifica troppo il problema quando sostiene che "se le banche hanno bisogno di ulteriori riserve, le prenderanno a prestito dalla banca centrale, al prezzo da questa amministrato" (1989, p. 485). L'accesso al rifinanziamento, al tasso ufficiale di sconto, non è mai illimitato. Più meditato mi sembra l'atteggiamento di Kaldor che, pur essendo un endogeneista convinto, ammette esplicitamente che questa non era l'opinione di Keynes ("Keynes himself never really questioned the assumption that the supply of money, however defined, is exogenously determined by the monetary authorities"). Cfr. Kaldor, 1982, p. 73.

pozzo senza fondo. La quantità massima di moneta creditizia che in un dato momento le banche sono in grado di creare, dato il volume complessivo di base monetaria, è determinata residualmente da un vincolo di bilancio e trova un limite invalicabile nell'obbligo delle banche di osservare il cosiddetto "rapporto di riserva".

Anziché replicare al mio ragionamento volto a dimostrare la necessità di una moneta legale con argomentazioni di segno contrario, Graziani ha preferito sostenere che sistemi di puro credito avrebbero già trovato realizzazione sul terreno storico. Ma ha citato due esempi di impiego di moneta scritturale chiaramente inadeguati a provare la sua tesi, dato che in entrambi i casi da lui richiamati, accanto alla moneta scritturale, era presente anche moneta-merce metallica²³.

Un'economia di puro credito è solo un'ipotesi teorica di prima approssimazione. Un'ipotesi indubbiamente utile, in quanto atta non solo a distinguere il ruolo delle aziende di credito, che dispongono di capitale finanziario, da quello delle imprese, che lo utilizzano, ma anche a sottolineare l'interdipendenza tra le decisioni di finanziamento delle une e le scelte di investimento delle altre. Wicksell la trovava conveniente, perché essa gli consentiva di assumere che in equilibrio l'ammontare totale del credito bancario fosse uguale al complesso dei salari (corrisposti anticipatamente ai lavoratori) e che questi fossero a loro volta pari a quanto i lavoratori avrebbero speso nell'acquisto di beni e servizi prodotti dalle imprese. Le imprese avrebbero così potuto restituire per intero alle banche i prestiti precedentemente ottenuti. Ma non sarebbero state in grado di pagare gli interessi²⁴. Sicché il sistema non era perfettamente circolare.

Graziani si ispira largamente all'economia di puro credito wickselliana. Ma con una differenza sostanziale. Quello che per Wicksell era solo un astratto caso teorico utilizzato per un'analisi di prima approssimazione, e non certo un modo di descrivere la realtà, diventa per Graziani un irrinunciabile presupposto analitico²⁵.

8. *Il "finance motive", l'investimento e il credito.* Sul "finance motive for holding money", Graziani ed io abbiamo opinioni assai diverse. Nell'interpretazione di Graziani, questa componente keynesiana della domanda di moneta "deve coprire non già le spese di investimento delle imprese, bensì l'intero fabbisogno finanziario dell'attività produttiva" (1995, p. 186)²⁶. E' esattamente il contrario di quanto io credo che pensasse Keynes.

²³ Subito dopo, Graziani è passato a trattare di un diverso argomento, il monitoraggio della banca centrale sulle aziende di credito, del tutto irrilevante per il punto in discussione. Ha infine concluso affermando di aver in tal modo dimostrato che io sbagliavo nel sostenere che l'assenza di moneta legale avrebbe fatto venire meno il vincolo all'espansione potenziale del credito che impone alle banche commerciali di rispettare una certa proporzione tra impieghi e riserve di moneta legale (cfr. Graziani, 1995, pp. 184-85). Potenza del sillogismo!

²⁴ Affinché il pagamento degli interessi sui prestiti non implichi nuove immissioni di mezzi monetari nel sistema, i tassi di interesse sui prestiti dovrebbero essere uguali a quelli sui depositi. Una condizione che porterebbe a configurare le banche come istituzioni senza fini di lucro.

²⁵ Graziani non pare disposto a riconoscere che la piramide del credito poggia su una base monetaria e che esiste un limite legale all'espansione degli impieghi bancari. Respinge la teoria del moltiplicatore del credito in tutte le sue versioni. Anche in quelle in cui non si assume che le banche utilizzino appieno il loro potenziale di credito, compatibili con l'idea di un'offerta di moneta parzialmente endogena.

²⁶ In altri suoi scritti, esponendo il proprio pensiero (non quello di Keynes), Graziani ha distinto un finanziamento "iniziale" delle imprese, che avverrebbe mediante il credito bancario e servirebbe ad avviare l'attività produttiva, da un finanziamento "finale", che avrebbe luogo con la vendita dei prodotti o collocando titoli sul mercato finanziario e servirebbe a rendere possibile alle imprese il rimborso del credito bancario (1994, p. 82).

Il pensiero di Keynes a questo riguardo mi pare possa riassumersi nei seguenti termini. Egli riteneva: 1) che il prefinanziamento degli investimenti delle imprese dovesse avvenire, oltre che con eventuali fondi propri, col ricorso al credito bancario e/o al mercato dei titoli di nuova emissione; 2) che il finanziamento finale degli investimenti richiedesse il collocamento sul mercato finanziario di titoli a medio e lungo termine; 3) che il finanziamento della produzione, per la parte eccedente la liquidità interna delle imprese, dovesse effettuarsi collocando sul mercato monetario attività finanziarie a breve termine. Siamo, come si vede, agli antipodi dell'interpretazione di Graziani.

Sulla questione ermeneutica conviene lasciare la parola direttamente a Keynes. In un articolo del dicembre 1937 sulla teoria dell'interesse, trattando dell'investimento progettato - definito "an important, genuine phenomenon, inasmuch as decisions have to be taken and credit or "finance" provided well in advance of the actual process of investment" - Keynes ha avuto cura di precisare che egli usava "the term "finance" to mean the credit required in the interval between planning and execution [of investment]" (Keynes, *C.W.*, XIV, p. 216, nota 1). In un successivo articolo del giugno 1938, riferendosi allo scritto precedentemente citato, Keynes chiariva di non pensare necessariamente al "finance" "as consisting in bank loans" e di avere introdotto questo termine "to mean the *cash* temporarily held by entrepreneurs to provide against the outgoings in respect of an impending new activity" (*C.W.*, XIV, p. 229). Cioè per far fronte con denaro contante a spese da sostenere per "un'imminente nuova attività". Espressione non priva di una certa ambiguità, che io interpreto nel senso di investimento²⁷.

Graziani mi rinvia alla lettura di altri tre passi di Keynes, che a suo avviso fornirebbero "chiare e ripetute" testimonianze a favore della sua interpretazione. Vediamoli. Nel primo di essi, del 1939, Keynes critica l'idea che i fondi per gli investimenti possano trarre origine solo da precedenti risparmi, da riduzioni di riserve monetarie inattive e da espansione del credito bancario. Ed obietta che ogni tipo di spesa, generando un reddito, libera nuovi fondi, destinabili ad investimenti e/o a consumi. In questo contesto, egli afferma che "the production of consumption goods requires the prior provision of funds just as much as does the production of capital goods" (*C.W.*, XIV, p. 282), volendo con questo sottolineare che in entrambi i settori occorre assicurare la copertura finanziaria delle spese che l'investimento comporta nell'intervallo di tempo compreso tra la progettazione e l'esecuzione²⁸.

Subito dopo, Keynes riconosce di avere ommesso di dare adeguato spazio nella *General Theory* al processo di formazione del capitale - un argomento che aveva affrontato nel *Treatise*, ma in modo che non riteneva soddisfacente - ed aggiunge di avere rimediato a tale omissione nel suo articolo del dicembre 1937. "I there introduced a conception serving the same purpose as, but not identical with, that of "funds available for investment" under the name of "finance" which still seems to me a convenient term to use. For it covers equally the use of the revolving pool of funds to finance the production of capital goods or the production of consumption goods..." (*C.W.*, XIV, p. 283).

Nel secondo brano citato da Graziani, del 1937, Keynes parla di una domanda aggiuntiva di fondi volta a sfruttare favorevoli opportunità di investimento. E dice testualmente: "Let us call this advance provision of cash the "finance" required by the current decisions to invest. Investment finance in this sense is, of course, only a special case of the finance required by any productive process..." (*C.W.*, XIV, p. 208). Qui egli si riferisce al prefinanziamento degli investimenti e lo considera un caso speciale di finanziamento del processo produttivo, una fonte di domanda di moneta "lying-half way, so to speak, between the active and the inactive balances".

²⁷ Paul Davidson interpreta anch'egli il "finance motive" come domanda di moneta per finanziare nuovi investimenti (1965, pp. 47-48). Come egli ricorda, l'intento di Keynes non era di assicurare una copertura finanziaria alla produzione corrente, ma di far fronte al costo di un incremento progettato della produzione.

²⁸ Il punto è discusso in questi termini anche in una lettera di Keynes a E.S. Shaw (*C.W.*, XXIX, p. 276).

In precedenza, Keynes aveva distinto nettamente tra prefinanziamento degli investimenti e finanziamento della produzione che da essi trae origine. "An investment *decision* (Professor Ohlin's investment *ex ante*) may sometimes involve a temporary demand for money before it is carried out, quite distinct from the demand for active balances which will arise as a result of the investment activity whilst it is going on" (ibidem, p. 207). E' come dire che nell'ambito dell'"active demand for liquidity" una cosa è il prefinanziamento dell'investimento progettato ed un'altra, del tutto diversa ("quite distinct"), il finanziamento dell'attività produttiva che risulterà da tale investimento²⁹.

Nel terzo ed ultimo dei passi indicati da Graziani (C.W., XIV, p. 221), Keynes difende la sua "liquidity theory of interest" dagli attacchi di Ohlin, e nota che "the higher scale of planned activity increases, as long as it lasts, the demand for liquidity altogether irrespective of the scale of saving". Egli osserva che "exactly the same is true whether the planned activity by the entrepreneur or the planned expenditure by the public is directed towards investment or towards consumption". Volendo con ciò significare che ogni tipo di spesa si traduce in redditi per altri soggetti e libera nuovi fondi spendibili.

Vorrei infine ricordare che una condizione intuitiva di redditività, che ogni investimento deve necessariamente soddisfare, richiede che - trascorso il periodo iniziale di gestazione, in cui le spese correnti non arrivano a coprire i ricavi correnti - questi superino i costi correnti in ogni intervallo finito di tempo, piccolo a piacere, compreso entro l'orizzonte temporale di chi investe. In sostanza, il flusso dei costi di esercizio di un investimento profittevole deve prima o poi risultare automaticamente coperto dal flusso dei ricavi lordi correnti. Per effetto di questa condizione, il vincolo finanziario cui l'operazione di investimento è soggetta viene in genere ad interessare solo il costo iniziale di costruzione dell'impianto, maggiorato delle spese correnti sopportate nel periodo di gestazione dell'investimento³⁰.

Non posso quindi che confermare la mia precedente interpretazione del *finance motive* come domanda di moneta formulata per prefinanziare gli investimenti, e non per il finanziamento della produzione corrente. E dichiararmi ancora una volta stupito che Graziani trovi "logico che, all'avvio dell'attività produttiva, ogni impresa abbia l'esigenza di prefinanziare per intero i costi di produzione" (Graziani, 1995, p. 187). Io lo trovo del tutto illogico.

9. *Risparmio e credito nel finanziamento degli investimenti.* Su questo punto mi sembra che permanga con Graziani un'incomprensione di fondo. Per Graziani, il credito bancario ha origine "da liquidità anticipata dalle banche, che non attinge ad alcun reddito formato in precedenza", e serve a finanziare la produzione, non gli investimenti, che "trovano sempre il loro finanziamento nel risparmio complessivo, volontario o forzato che sia" (1994, pp. 151-52). "Il finanziamento degli investimenti", egli dice, "proviene per intero dal risparmio" ed avviene "nel momento in cui i beni capitali di nuova produzione trovano un compratore" (ibidem, pp. 83-84) - direttamente, perché vengono acquistati da altre imprese, o indirettamente, attraverso il collocamento nel mercato finanziario di titoli emessi dalle imprese.

²⁹ Poco più avanti, si legge: "Planned investment - i.e. investment *ex ante* - may have to secure its "financial provision" *before* the investment takes place... Let us call this advance provision of cash the "finance" required by the current decision to invest" (C.W., XIV, p. 207-08). Ed ancora: "Credit, in the sense of "finance" looks after a flow of investment. It is a revolving fund which can be used over and over again... The same "finance" can tackle one investment after another" (ibidem, p. 209). Come si vede, il riferimento costante del discorso di Keynes è l'investimento, non la produzione corrente.

³⁰ Fanno eccezione a questa regola i soli investimenti di tipo *point-output*, nei quali l'assenza di ricavi correnti obbliga l'impresa a coprire anche i costi di esercizio con fondi inizialmente disponibili (cfr. Cavalieri, 1964, pp. 64-65).

Qui la distanza di Graziani da Keynes è del tutto evidente. Keynes pensava che gli investimenti fossero finanziati con il "finance" - che, sosteneva, "has nothing to do with saving" (C.W., XIV, p. 209)³¹. E riteneva che solo in un secondo tempo, ad investimento realizzato, le imprese avrebbero cercato di collocare propri titoli sul mercato finanziario, onde raccogliere la liquidità necessaria a restituire alle banche i prestiti che avevano consentito di prefinanziarlo. Questa notevole indipendenza dell'investimento dal risparmio ha un ruolo fondamentale nel sistema teorico di Keynes; mentre non esiste proprio per Graziani.

Ho l'impressione che nel sostenere che il finanziamento degli investimenti proviene sempre e per intero dal risparmio ed ha luogo quando i beni capitali di nuova produzione trovano un compratore, Graziani perda di vista due aspetti molto importanti del problema. Primo, che l'investimento di cui stiamo parlando è quello *ex ante*, ancora da finanziare. Non quello realizzato, che è sempre uguale, per definizione, al risparmio del sistema; ma che, proprio perché realizzato, deve presumersi già finanziato. Non ha alcun senso pensare che l'investimento sia finanziato *a posteriori*. Il reperimento del "finance" deve necessariamente avvenire prima dell'investimento³². Secondo, che una cosa è il finanziamento iniziale degli investimenti, che deve precedere la loro attuazione, ed un'altra il rientro in cassa dei fondi investiti dalle imprese, che si concretizza quando i nuovi beni prodotti dall'investimento trovano, direttamente o indirettamente, dei compratori. Se si confondono questi due concetti, non si può venire a capo del problema.

Graziani sostiene che l'investimento sarebbe finanziato sempre ed unicamente dal risparmio, con il quale si identificherebbe, e che il credito potrebbe soddisfare solo una generica domanda di risorse liquide. "Questi" - egli afferma - "sono principi elementari di ogni macroeconomia, classica o neoclassica, keynesiana o wickselliana..." (1995, p. 194). Ancora una volta, e me ne dispiace, devo contraddirlo. Quanto egli dice sarebbe vero solo se si discutesse di grandezze *ex post*, per le quali l'uguaglianza tra risparmio ed investimento verrebbe ad assumere il carattere di un'identità contabile. O se il ragionamento si collocasse nel contesto in un'economia non monetaria di produzione, in cui non vi fosse possibilità di tesoreggiamento né di ricorso al credito. Che non è certamente il nostro caso.

10. *Qualche ulteriore puntualizzazione.* Prima di concludere, devo segnalare alcuni fraintendimenti del mio pensiero nella risposta data da Graziani al mio precedente articolo. Per cominciare, egli mi attribuisce l'assurda idea che le imprese produttrici di beni capitali abbiano un mercato assicurato in partenza (Graziani, 1995, p. 188). Avevo in realtà sostenuto una cosa ben diversa, e cioè che i prodotti venduti da tali imprese - pochi o molti che fossero - sarebbero stati acquistati ed utilizzati da altre imprese di produzione, sicché la liquidità complessiva dell'operatore imprese, che riunisce sia i produttori sia gli utilizzatori di beni capitali, sarebbe rimasta immutata (cfr. Cavalieri, 1994, p. 135 e 145).

A p. 136 avevo inoltre osservato che un'economia fondata sul solo credito bancario, come quella ipotizzata dai teorici del circuito della moneta, è incompatibile con l'esistenza di un mercato dei titoli; mentre tale mercato ha importanza fondamentale per le imprese, le quali, se la propensione al

³¹ Keynes pone sempre molta attenzione a distinguere l'offerta di risorse liquide da quella di risparmio. Rimprovera addirittura a Robertson di essere incorso in "a very bold confusion between the supply of saving and the supply of cash" (C.W., XIV, p. 231).

³² C'è una frase, nella risposta datami da Graziani, che mi lascia particolarmente perplesso. E' quando egli dice che "è inconcepibile che gli investimenti possano essere finanziati da risparmi preesistenti, perché il risparmio non è altro che la frazione non consumata del prodotto totale, e come tale si identifica con l'investimento" (1995, p. 193). E' chiaro che egli ha in mente l'investimento realizzato. Ma non comprendo perché ritenga inconcepibile che l'investimento sia finanziato da risparmio preesistente, e preferisca parlare di risparmio corrispondente.

risparmio delle famiglie è positiva, solo attraverso di esso possono rientrare in possesso di tutto il denaro speso e restituirlo alle banche. Anche qui, Graziani mostra di non cogliere il senso del mio ragionamento, perché obietta che l'ammontare del risparmio (di cui non mi ero occupato) non dipende "dalla natura del mezzo di pagamento impiegato o dal fatto che l'economia funzioni senza moneta legale come economia di credito bancario puro" (p. 188).

Più avanti, a p. 190, Graziani mi fa carico di avere trascurato di considerare un possibile impiego del risparmio nell'acquisto di titoli, anziché di merci; dimenticando che mi riferivo esplicitamente ad un sistema in cui per ipotesi vigeva "l'identità di Say" e quindi non poteva configurarsi un risparmio in moneta da destinare all'acquisto di titoli sul mercato finanziario, perché ogni soggetto doveva spendere subito e per intero il proprio reddito in acquisti di beni e servizi.

Graziani dice inoltre di trovare inintelligibile un passo a p. 145 del mio articolo, ove avevo criticato la sua tesi secondo cui al finanziamento degli investimenti provvederebbe sempre il risparmio, volontario o forzoso, ed avevo osservato che in tal caso il volume dell'investimento reale non dipenderebbe dal livello del saggio di interesse praticato sul mercato finanziario. Per Graziani, in questo mio ragionamento sarebbe "davvero difficile vedere il nesso tra premessa e conclusione" (p. 186). Il legame che gli sfugge è che se alla corrispondenza tra investimenti e risparmi si attribuisce il carattere di un'identità, essa deve valere qualunque sia il livello corrente del saggio di interesse.

Vorrei anche chiarire un punto di dottrina, relativo al pensiero di Ludwig Albert Hahn, un banchiere ed economista tedesco che Graziani considera un mentore delle teorie del circuito monetario e che era invece un convinto oppositore di ogni teoria di questo tipo. A Graziani piace il "primo" Hahn, critico della teoria quantitativa della moneta e della visione del credito bancario come semplice attività di intermediazione, in cui i depositi devono necessariamente precedere gli impieghi. Ma il giovane Hahn, per il quale l'accumulazione del capitale era indissolubilmente legata al credito bancario, era anche un avversario dichiarato di ogni teoria del circuito, che egli tendeva ad identificare con la concezione del sistema economico sottostante la teoria quantitativa della moneta. Sosteneva che "il movimento che la "moneta" compie nell'economia moderna non è affatto un "circuito", in cui è indifferente per la trattazione teorica da quale punto si parte" e riteneva "un vizio logico o un errore rispetto ai processi reali conservare comunque l'idea di un circuito, come fa l'opinione dominante" (Hahn, 1920, tr. it., p. 30). Ironia della sorte, questo "teorico del non-circuito" è diventato per Graziani un antesignano delle odierne teorie del circuito monetario³³.

11. *Alcune considerazioni finali.* Nelle osservazioni conclusive del suo articolo del 1995, mi pare che Graziani abbia implicitamente ammesso alcuni dei limiti di fondo cui è soggetta la sua teoria monetaria della produzione. Nel formulare su di essa un giudizio sintetico, egli ha assunto infatti un atteggiamento minimalista, affermando che la teoria del circuito monetario non avrebbe "l'ambizione di presentare una interpretazione innovativa del meccanismo economico" e non potrebbe andare oltre "una descrizione dettagliata del processo della circolazione monetaria" (1995, p. 195). Dopo avere tenacemente difeso, punto per punto, questa teoria dalle critiche che ad essa avevo mosso, ha in sostanza lealmente riconosciuto, dando un'ulteriore prova della sua onestà intellettuale, che essa non costituisce un'alternativa praticabile alle concezioni macroeconomiche più diffuse. Di questo ritengo doveroso dargli atto.

Non direi però che la teoria del circuito monetario non abbia, o non abbia avuto in passato, altro intento che quello di fornire una descrizione sufficientemente accurata della teoria monetaria della

³³ Più condivisibile mi sembra la posizione assunta dal curatore dell'edizione italiana del libro di Hahn, Lapo Berti, che ha giustamente sottolineato come per Hahn il movimento della moneta bancaria non presenti carattere circolare, ma abbia sempre un punto di inizio (la concessione del credito bancario) ed un punto terminale (l'estinzione del credito).

produzione. Credo che Graziani e gli altri teorici del circuito monetario puntassero in realtà ad altri obiettivi. Essi volevano accreditare l'idea di una determinazione puramente endogena dell'offerta complessiva di moneta e negare ogni rilevanza alla concezione teorica dominante che considerava i depositi di base monetaria come logicamente precedenti rispetto agli impieghi e che trovava la sua espressione più compiuta nella teoria del moltiplicatore dei depositi bancari. Sul terreno specifico dell'impostazione della politica economica, questi autori intendevano affiancarsi a quanti si opponevano ad un uso crescente ed indiscriminato delle politiche di controllo della base monetaria.

Per fare questo, dovevano mettere in discussione una delle funzioni più importanti della moneta: quella di riserva liquida di valore. Dovevano cioè contestare l'idea di Keynes che la moneta potesse essere vista come una forma desiderabile di ricchezza, atta ad offrire qualche protezione contro l'incertezza del futuro³⁴. E che quindi una parte della moneta presente nel sistema potesse essere trattenuta in forma di scorte liquide, anziché essere spesa. Credo che questa posizione - che implica fiducia nella legge di Say - fornisca una chiave per valutare l'inconsistenza della pretesa di alcuni teorici del circuito monetario di coltivare un tipo particolare di keynesismo.

Un secondo rilievo che vorrei fare riguarda la nozione stessa di circuito monetario. Graziani afferma che nel circuito del reddito "non è prevista la possibilità dell'accumulo di scorte liquide" (1995, p. 182). Non ne precisa la ragione, ma si può supporre che essa sia da ricondurre all'esigenza logica di assicurare la chiusura in equilibrio del circuito, imponendo il rispetto della condizione di uguaglianza tra i flussi in entrata e quelli in uscita. Ma egli dice anche di non dare affatto per scontata la chiusura del circuito della moneta (ibidem, p. 188)³⁵. Questo rende difficile seguire la logica del suo ragionamento, perché impedisce di ritenere la chiusura un connotato essenziale alla sua nozione di circuito. Quando parla di circuito della moneta, Graziani pensa forse ad un "opened loop", piuttosto che ad un vero circuito.

Nei suoi precedenti scritti sull'argomento, Graziani dava l'impressione di attribuire importanza più alle condizioni richieste per l'apertura del circuito monetario che a quelle relative alla sua chiusura. Ora egli sembra disposto a riconoscere che il momento iniziale e quello terminale rivestono pari importanza a fini analitici. Spero che in futuro egli voglia considerare in modo più realistico anche quanto accade durante l'intero periodo di attivazione del circuito, abbandonando il suo odierno "disinteresse fisiologico" per i problemi posti dalla preferenza per la liquidità.

Riferimenti bibliografici:

Cavalieri D. (1964), *Profilo di una teoria pura dell'investimento*, Giuffrè, Milano.

³⁴ Secondo la ricostruzione storica di Graziani, la concezione keynesiana della moneta come riserva di valore avrebbe manifestato col tempo la tendenza a considerare la quantità di moneta in circolazione come una grandezza data e ad attribuire rilevanza solo alla domanda di giacenze liquide soddisfatta dalle banche, determinando una reazione dei teorici del circuito (cfr. Graziani, 1994, p. 22).

³⁵ Graziani dice che "nessun teorico del circuito ha mai sostenuto che la chiusura sia garantita" (1995, p. 190). Si sbaglia. Lo hanno fatto Schmitt e Ciancini, in scritti che compaiono tra le opere da lui citate. E, ciò che più conta, lo ha fatto egli stesso, quando ha osservato che "le imprese hanno necessità di chiudere il circuito e recuperare le somme inizialmente erogate, allo scopo di rimborsare alle banche i finanziamenti ricevuti" (1988b, p. 103) e che "la teoria del circuito tende ad affermare che la chiusura del circuito monetario si verifica costantemente" (ibidem, p. 108), e ha richiamato l'opinione di Schmitt proprio *ad esempio* di questo.

----- (1991), "Per una critica dei fondamenti della conoscenza economica: note sull'epistemologia e la storiografia dell'economia politica", in G. Becattini, D. Cavalieri e S. Zamagni, *Nuovi approcci nella ricerca economica*, a cura di C. Perrotta e V. Gioia, Congedo Editore, Lecce, pp. 7-75.

----- (1994), "La teoria della produzione di Keynes e i teorici del circuito: a proposito di un libro di Augusto Graziani", *Studi Economici*, n. 54, pp. 133-52.

Davidson P. (1965), "Keynes's Finance Motive", *Oxford Economic Papers*, vol. 17, marzo, pp. 47-65.

----- (1989), "On the Endogeneity of Money Once More: Comment", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 11, n. 3, pp. 488-90.

----- e Weintraub S. (1973), "Money as Cause and Effect", *Economic Journal*, vol. 83, pp. 1117-32.

Graziani A. (1981), *Teoria economica. Macroeconomia*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 3a ed. riveduta.

----- (1984), "The Debate on Keynes' Finance Motive", *Economic Notes*, n. 1, pp. 5-33.

----- (1988a), *Il circuito monetario*, in Messori M., a cura di, *Moneta e produzione*, Einaudi, Torino, pp. XI-XLIII.

----- (1988b), *Le teorie del circuito e la "Teoria generale" di Keynes*, ibidem, pp. 95-115.

----- (1994), *La teoria monetaria della produzione*, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Arezzo.

----- (1995), "A proposito di un articolo di Duccio Cavalieri", *Studi Economici*, n. 55, pp. 181-97.

Gurley J.G. e Shaw E.S. (1960), *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution, Washington, tr. it. *La moneta in una teoria del finanziamento*, Collana Cariplo, Giuffrè, Milano, 1965.

Hahn L.A. (1920), *Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits*, I.C.B. Mohr, Tübingen (trad. it. *Teoria economica del credito*, a cura di L. Berti, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 1990), 2a ed. 1924, 3a ed. modificata 1930.

Hayek F.A. von (1931-32), "Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J.M. Keynes", *Economica*, vol. 11, n. 33, agosto 1931, pp. 270-95, con un "Rejoinder" nel novembre dello stesso anno, ed un seguito nel vol. 12, n. 35, febbraio 1932, pp. 22-44.

Kaldor N. (1982), *The Scourge of Monetarism*, Oxford Univ. Press, Oxford.

Keynes J.M. (1973-83), *The Collected Writings of J.M.K.*, a cura di D. Moggridge, per la Royal Economic Society, Macmillan e Cambridge Univ. Press, London-Cambridge.

Moore B.J. (1988a), "The Endogenous Money Supply", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 10, n. 3, pp. 372-85.

----- (1988b), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge Univ. Press, Cambridge.

----- (1989), "On the Endogeneity of Money Once More: Comment", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 11, n. 3, pp. 479-87.

Patinkin D. (1965), *Money, Interest and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory*, 2a ed. riv. (1a ed. 1956), Harper International, New York, tr. it. Cedam, Padova, 1977.

Robertson D.H. (1938), "Mr. Keynes and "Finance"", *Economic Journal*, vol. 48, giugno, pp. 314-18.

Rousseas S.W. (1989), "On the Endogeneity of Money Once More: Comment", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 11, n. 3, pp. 474-78.

Wicksell K. (1897), *Der Bankzins als Regulator der Warenpreise*, in *Jahrbücher für Nationalökonomie un Statistik*, vol. 68, pp. 228-43 (trad. it. *L'interesse bancario come regolatore dei prezzi delle merci*, Nuova Collana di Economisti, vol. VIII, Utet, 1935, pp. 1-17).

----- (1898), *Geldzins und Güterpreise*, Gustav Fischer, Jena (trad. it. *Interesse monetario e prezzi dei beni*, Utet, Torino, 1977).

Abstract:

In this article the debate between Prof. Augusto Graziani and the author on the monetary theory of production is carried further on. The main purpose of the paper is to delineate - along Keynesian lines and in opposition to the theory of the credit money circuit - a consistent and realistic view of the nature of the supply of money, general enough to embrace as limit-cases both a strictly endogenous and a strictly exogenous money supply. The interdependence of the supply and demand for money is explicitly recognized, as well as the central bank ability to control in the short term either the money supply or its supply price.

JEL. Classification code: B31, E40.

Dipartimento di scienze economiche - Università di Firenze.