

MARCO DARDI

INDICIZZAZIONE DEI SALARI  
E SISTEMA MONETARIO:  
UN PROBLEMA DI TEORIA

1. *L'indicizzazione come problema monetario.*

È comprensibile che l'applicazione di clausole di scala mobile ai contratti di lavoro, fissando un salario contrattuale reale definito rispetto ad un dato paniere di merci, possa spingere a ragionare secondo schemi che ricalcano quello che nei libri di testo di macroeconomia è indicato come il modello « classico » o « pre-keynesiano »: vale a dire uno schema in cui l'occupazione, il reddito reale ed il livello dei prezzi monetari dipendono dal salario reale stipulato contrattualmente sul mercato del lavoro (1). Che il ritorno a questi schemi sia fuorviante e inaccettabile nel presente stato della teoria economica è stato già dimostrato, a mio parere in modo convincente (2). Resta aperto tuttavia il problema degli strumenti teorici adeguati a una realtà istituzionale che non rientra più nemmeno nello schema ereditato da Keynes, o nei suoi derivati.

La teoria keynesiana si riferisce a un sistema economico in cui il salario contrattato è una grandezza monetaria e il salario reale dipende principalmente da circostanze esterne al mercato del lavoro. In alcuni punti (per es. nei capitoli XVII e XIX della *General Theory*) Keynes accenna alle possibili conseguenze del

---

(1) Un esempio di questa tendenza è fornito dal lavoro di F. MODIGLIANI e T. PADOA-SCHIOPPA, « La politica economica in una economia con salari indicizzati al 100 o più » (*Moneta e Credito*, marzo 1977), la cui parte teorica si può considerare, credo senza ingiustizia, una riformulazione più sofisticata del modello « classico » aperto, integrato con una funzione di domanda di moneta di tipo hicksiano.

(2) Cfr. soprattutto A. RONCAGLIA e M. TONVERONACHI, « Commenti a un recente studio di Modigliani e Padoa-Schioppa », in *Moneta e Credito*, marzo 1978; e P. FERRI, *I salari nell'economia post-keynesiana*, Etas Libri, 1978.

mutamento di questo quadro: se il mercato del lavoro fosse in grado di determinare il livello del salario reale, o comunque i salari monetari fossero *più flessibili* degli altri prezzi monetari, ne risulterebbero « violente oscillazioni » dei prezzi monetari e del livello di occupazione. Da ciò l'ipotesi che i salari monetari siano più stabili dei salari reali come condizione logicamente necessaria di stabilità dell'intero sistema (3). E questo implica che il mercato del lavoro, inteso come il luogo dove le negoziazioni dirette fra lavoratori e imprese si fissano in condizioni contrattuali, svolga un ruolo tutto sommato secondario nella determinazione dei livelli di produzione e occupazione (4).

Nella generalità dei sistemi economici attuali il quadro è ribaltato: è il salario reale che si presenta come l'elemento relativamente più stabile in un ambiente dominato da instabilità monetaria e dell'occupazione. Le note che seguono sono un tentativo di estendere i presupposti delle teorie monetarie di derivazione keynesiana fino a includere questa nuova situazione di fatto: il problema assunto come centrale è quindi la trasformazione delle caratteristiche di un'economia monetaria in conseguenza dell'indicizzazione dei salari. Poichè questa trasformazione modifica l'oggetto della teoria monetaria, è sensato chiedersi in primo luogo fino a che punto si possa continuare a ragionare nei termini degli schemi teorici ricevuti: a rispondere alla domanda è dedicata la seconda parte di questo lavoro, e solo nella terza parte è trattato il tema specifico degli effetti monetari dell'indicizzazione.

Il punto di vista adottato è deliberatamente parziale: ho scelto di trascurare le trasformazioni istituzionali che contemporaneamente si sono avute sul mercato del lavoro, le variazioni nella distribuzione del reddito e nella domanda effettiva, facendo uso il più possibile di clausole implicite o esplicite di *coeteris paribus*. Questo naturalmente non significa che la prospettiva monetaria sia separabile da tutti gli aspetti qui trascurati, ma soltanto che il lavoro di ricomposizione è ancora da fare. Pur scontando la parzialità dei risultati, tuttavia, l'insistere sul cambiamento di prospettiva rispetto al dibattito prevalente (almeno in

(3) *The General Theory of Employment, Interest and Money* (MacMillan, 1976), p. 239.

(4) Per una recente reinterpretazione di questo aspetto della teoria keynesiana si veda G. COSTA, « Salario monetario, salario reale e disoccupazione involontaria nella Teoria Generale: un'interpretazione » (*Riv. internazionale di Scienze Sociali*, maggio-agosto 1977).

Italia) in tema di scala mobile può avere una funzione positiva: evadere da una discussione che sembra imprigionare nell'alternativa fra disoccupazione e livello del salario reale e, spostando la attenzione su altri aspetti, individuare altre alternative forse meno bloccate.

## 2. *Uno schema generale per la teoria monetaria.*

2.1. Il fondamento comune, implicito o esplicito, delle teorie monetarie da Keynes in poi mi sembra risiedere in una rappresentazione del processo di accumulazione capitalistica costituita da pochi « fatti stilizzati », sufficientemente generali da imporsi come termini obbligati del discorso, almeno nell'attuale situazione storica (5).

*Il primo fatto stilizzato è la separazione della proprietà della ricchezza dalle decisioni sulle attività produttive.*

In conseguenza di questo fatto, l'accumulazione può aver luogo solo se i proprietari di *ricchezza netta* (intendendo per tale l'insieme delle attività patrimoniali cui non corrispondono passività all'interno del sistema economico privato, quindi attività reali, moneta « esterna », titoli pubblici, valute estere) accettano di anticiparne una parte ai responsabili delle scelte produttive, cioè solo se sono disposti a convertire ricchezza netta in crediti in attività nette. La composizione della ricchezza lorda complessiva fra attività nette e crediti misura il grado di anticipazione dell'economia, che a sua volta è un indicatore indiretto del tasso di accrescimento della ricchezza su cui proprietari e imprenditori si accordano alle condizioni contrattuali vigenti. Di fatto, parte dell'anticipazione è assorbita da operazioni puramente speculative, risultando da ciò un'accumulazione effettiva minore della somma degli incrementi di ricchezza concordati.

L'anticipazione, come condizione necessaria per l'accumulazione capitalistica, indica anche la necessità di un sistema di mercati a termine per le attività nette, accanto al sistema dei mercati a pronti. Ogni contratto di anticipazione che obblighi i contraenti ad una serie di prestazioni scalate nel tempo si può

---

(5) Questa ricostruzione segue, almeno in parte, le linee tracciate da Keynes nel cap. 17 della *General Theory*, e nel successivo « *The Theory of the Rate of Interest* » (1937: ora in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, MacMillan, 1973, vol. XIV).

riportare allo schema di uno scambio di posizioni a pronti contro posizioni a termine in determinate attività patrimoniali. Se esistono mercati a termine organizzati per le attività contrattate, i tassi d'interesse e i prezzi a termine risultano esplicitamente dalle quotazioni di mercato. Ma poichè non tutte le attività patrimoniali rientrano in questo caso, si dovrà parlare di mercati a termine *impliciti* per quelle attività che, pur non essendo quotate a termine, sono normalmente oggetto di anticipazione (per es.: immobili, terreni etc.): i loro prezzi a termine e tassi d'interesse *impliciti* sono definibili a partire dalle condizioni contrattuali che ne regolano l'anticipazione, come si vedrà fra poco. In questo modo la struttura delle attività lorde (o delle passività) può essere descritta accuratamente attraverso la struttura temporale delle posizioni (attive o passive) a pronti e a termine in attività nette.

2.2. Per fissare le idee, uso definizioni tratte dai mercati a termine che sono diventate d'uso comune nella teoria (6). Il tasso d'interesse proprio ( $\pi_i$ ) su un'attività netta  $i$  è misurato dalla quantità di  $i$  acquistabile a termine con una unità di  $i$  a pronti, secondo la relazione

$$[1] \quad 1 + \pi_i \equiv \frac{p_i(1 + \pi)}{p_i^{(t)}}$$

dove  $\pi$  è il tasso d'interesse proprio (su un contratto della stessa durata) della merce che serve da unità di misura dei prezzi a pronti e a termine,  $p_i$ ,  $p_i^{(t)}$ . Anche se  $p_i^{(t)}$  non è quotato su un mercato ufficiale, tuttavia qualunque operazione di prestito, affitto etc. che abbia per oggetto  $i$  si può rappresentare nello schema di uno scambio fra posizioni a pronti e a termine: una determinata quantità di  $i$  (per es. un'unità) è ceduta a pronti in cambio della riconsegna della stessa a una data futura  $t$ , più la consegna, a date future prefissate  $t'$ ,  $t''$ , ..., di determinate quantità  $R_i^{(t')}$ ,  $R_i^{(t'')}$ , ..., della stessa o di altre attività nette. Supponendo per semplicità che le rendite  $R_i$  siano fissate nella stessa merce in

(6) V. per es., P. SRAFFA, « Dr. Hayek on Money and Capital » (*Economic Journal*, 1932); J. R. HICKS, *Value and Capital* (Oxford Univ. Press, 1946), capitoli X e XI; N. KALDOR, « Keynes' Theory of the Own-Rates of Interest » (in *Essays on Economic Stability and Growth*, Duckworth, 1961).

cui sono misurati i prezzi, e indicando con  $a_i$  il loro valore attuale, il prezzo a termine *implicito* nell'operazione è dato da

$$[2] \quad p_i^{(t)} \equiv (1 + \pi) (p_i - a_i),$$

da cui, usando la definizione [1],

$$[3] \quad \pi_i \equiv \frac{a_i}{p_i - a_i} \equiv (1 + \pi) \frac{a_i}{p_i^{(t)}}.$$

I tassi d'interesse propri, impliciti o espliciti, si possono assumere come indicatori dei tassi di rendimento netto (7) (misurati in termini propri) che i soggetti attribuiscono al possesso di ogni attività netta: in equilibrio,  $\pi_i$  dev'essere non minore del tasso di rendimento netto al quale i creditori nell'attività  $i$  ritengono di aver rinunciato, e non maggiore di quello che i possessori di  $i$  associano al suo possesso (8). Perciò le attività con  $\pi_i > 0$  ( $a_i > 0$ ) saranno in generale beni utilizzabili in processi di produzione o consumo, quelle con  $\pi_i < 0$  ( $a_i < 0$ ) beni che vengono accettati in anticipazione solo dietro pagamento (scorte di beni in sovrappiù rispetto alle utilizzazioni correnti).

2.3. I prezzi a pronti e a termine (espliciti o impliciti) che si determinano sui mercati patrimoniali dipendono dal modo in cui le attività patrimoniali nette, i crediti, le valutazioni e le aspettative si distribuiscono su una popolazione di operatori patrimoniali costituita da proprietari, speculatori, operatori « a copertura » (*hedgers*, produttori o utilizzatori di beni patrimoniali). Un « equilibrio » dei mercati patrimoniali è una situazione teorica in cui le differenze fra i vari tassi propri (determinate, come visto alla fine di 2.2., da differenze fra i tassi di rendimento attesi dal possesso) sono compensate dalle variazioni attese nei corrispondenti prezzi relativi (9): come è facile verificare, infatti, due

(7) La definizione più precisa sarà data in 2.4.

(8) Nella *General Theory* (op. cit., p. 226) Keynes *identifica* il tasso d'interesse proprio con il rendimento atteso dal possesso di un'attività (rendimento definito come servizio prestato dal fondo più premio di liquidità, al netto del costo di mantenimento). Lerner (in « The Essential Properties of Interest and Money », in *Quarterly Journal of Economics*, 1952) è stato il primo a rilevare che qui Keynes chiama impropriamente con lo stesso nome due grandezze che possono coincidere soltanto in equilibrio.

(9) Per semplicità, tassi propri e prezzi attesi s'intendono riferiti a una stessa data futura. Questa condizione di equilibrio equivale all'uguaglianza

qualunque attività  $i$  e  $j$  sono indifferenti dal punto di vista patrimoniale se

$$[4] \quad \pi_j - \pi_i = (1 + \pi_i) \alpha_{ij}^{(e)}$$

dove  $\alpha_{ij}^{(e)}$  misura la variazione percentuale attesa del prezzo relativo di  $i$  in termini di  $j$  (10).

Gli aggiustamenti che hanno luogo su mercati patrimoniali non in equilibrio rientrano in due tipi distinti. Da un lato, arbitraggi sulle quantità esistenti di attività nette, attraverso i quali i prezzi a pronti e a termine si muovono riducendo la possibilità di profitti speculativi; dall'altro, flussi di nuova produzione per quelle attività nette (ovviamente riproducibili) il cui prezzo a pronti, nel corso del processo di aggiustamento, tende a superare il prezzo a cui le imprese sono disposte a fornirle. Quest'ultimo tipo di aggiustamento costituisce il *secondo fatto stilizzato*, che collega lo stato dei mercati patrimoniali al tipo di processo accumulativo in corso: *si hanno investimenti netti positivi finchè esistono attività nette riproducibili il cui prezzo di equilibrio patrimoniale supererebbe, in assenza di nuova produzione, il prezzo di offerta corrente.*

Prendendo come riferimento le attività non riproducibili, emerge una distinzione significativa all'interno delle scelte d'investimento. Investire in un'attività  $i$  tale che, per qualche attività non riproducibile  $j$  (11), valga  $\pi_i > \pi_j$ , presuppone (dalla condizione [4])  $\alpha_{ij}^{(e)} < 0$ , cioè un prezzo relativo di equilibrio patrimoniale maggiore sia del prezzo relativo di offerta corrente che del prezzo relativo atteso: l'investimento è giustificato dall'aspettativa di un rendimento proprio maggiore per  $i$  che per  $j$ , indipendentemente dal rapporto fra prezzo atteso e prezzo di offerta

---

fra i tassi propri ridefiniti in un'unità di misura comune, per es., in moneta (quindi uguaglianza dei « tassi propri d'interesse monetario » delle attività patrimoniali con il tasso proprio della moneta, come in KEYNES, *General Theory*, pp. 227-228).

(10)  $\alpha_{ij}^{(e)} \equiv \frac{p_i^{(e)} p_j}{p_i p_j^{(e)}} - 1$ , dove le aspettative  $p_i^{(e)}$ ,  $p_j^{(e)}$ , sono evidentemente « medie » nel senso che le transazioni fra soggetti le cui aspettative si collocano al di sopra o al di sotto si compensano fra di loro senza influenzare i prezzi. Questo richiede che sui mercati a termine gli arbitraggi si compendino in modo che  $p_i^{(e)}/p_j^{(e)} = p_i/p_j$  (infatti solo in questo caso vale la condizione di equilibrio [4]).

(11) In seguito userò, per comodità, gli indici  $i$  e  $j$  per contrassegnare, rispettivamente, generiche attività riproducibili e non riproducibili.

corrente di  $i$  in termini di  $j$ . Al contrario, nel caso che per tutte le attività non riproducibili  $j$  valga  $\pi_j > \pi_i$ , un investimento in  $i$  presuppone un prezzo relativo atteso di  $i$  (in termini di qualunque attività non riproducibile) maggiore del prezzo relativo di equilibrio patrimoniale, a sua volta maggiore del prezzo relativo di offerta corrente: quindi solo una situazione di sottovalutazione di  $i$  rispetto alle attività non riproducibili, oppure l'aspettativa di aumenti dei prezzi e dei costi, possono giustificare l'investimento in un'attività a rendimento proprio così basso. Le attività non riproducibili pertanto fanno da discriminante fra gli investimenti a alto rendimento atteso, e quelli a carattere speculativo legati alle aspettative sui prezzi (12).

Il secondo fatto stilizzato impone come condizione necessaria per l'accumulazione uno stato di disequilibrio dei mercati patrimoniali che consenta adeguate differenze fra i tassi propri; ma l'accumulazione a sua volta influisce su tale stato allargando la disponibilità delle attività nette riproducibili. Ora, è comunemente accettato nel pensiero economico, anche se variamente spiegato (13), che il tasso di rendimento atteso (in termini propri) dal possesso di un'attività netta sia inversamente correlato alla quantità disponibile: quindi la crescita della ricchezza comporta la progressiva diminuzione dei tassi d'interesse propri delle attività riproducibili. Tuttavia questa « legge di gravità » non vale per i tassi propri delle attività non riproducibili, per loro natura disponibili in quantità fissate indipendentemente dalle decisioni degli operatori privati. Se non intervengono altre circostanze ad abbassare i tassi delle attività non riproducibili, gli investimenti in attività  $i$  con  $\pi_i > \pi_j$  sono destinati a saltar fuori dalla rosa degli investimenti convenienti man mano che il flusso di nuova produzione spinge in basso  $\pi_i$ , potendo rientrarvi solo sotto forma

(12) Attraverso un'analisi delle decisioni d'investimento in parte analoga a questa, P. Davidson (in *Money and the Real World*, MacMillan, 1972, cap. 4) arriva a far corrispondere investimento e disinvestimento con situazioni (rispettivamente) di « deporto » ( $p_i > p_i^{(1)}$ , ovvero  $\pi_i > \pi$ ) e « riporto » ( $p_i < p_i^{(1)}$ , o  $\pi_i < \pi$ ) sui mercati dei beni capitali. Questo risultato deriva a Davidson dall'aver identificato il prezzo a termine con il prezzo di offerta dei beni capitali prodotti su ordinazione, ma permette, a mio parere, soltanto una trattazione parziale del collegamento fra scelte patrimoniali e scelte d'investimento (cfr. più avanti, sez. 2.5).

(13) In Keynes la spiegazione sembra riducibile a una questione di costi di produzione crescenti e di ricavi attesi decrescenti. È possibile tuttavia fondare in termini più generali questa proprietà delle attività patrimoniali collegandola al tema schumpeteriano del riassorbimento dell'innovazione.

di investimenti speculativi nell'eventualità che il prezzo atteso superi il prezzo di offerta corrente (entrambi misurati in attività non riproducibili). Anche gli investimenti speculativi, dal canto loro, restano convenienti solo se la discesa dei loro tassi è compensata da continui aumenti dei prezzi attesi rispetto ai prezzi di offerta corrente. Quindi i tassi propri delle attività non riproducibili, se non hanno la stessa flessibilità verso il basso di quelli delle attività riproducibili, sono destinati ad assumere il ruolo di regolatori e possibili ostacoli del processo di crescita.

2.4. Al centro della teoria dell'accumulazione, ridefinita in questi termini, troviamo così un problema localizzato sui mercati patrimoniali: individuare le possibili circostanze che impediscono la discesa dei tassi d'interesse propri sull'anticipazione di attività nette non riproducibili (come le risorse naturali, la moneta, titoli pubblici e valute estere). Elementi rilevanti per questo problema sono tutti quelli che si riferiscono alla scelta, in situazione di incertezza, fra una posizione a pronti ed una o più posizioni a termine; tenendo presente che la posizione a pronti ceduta è fissata in una attività che, non essendo riproducibile, comporta aspettative (di prezzo e di disponibilità) legate, oltre che a informazioni sulla produzione, a previsioni di carattere non strettamente economico e a fatti istituzionali.

In ogni caso il tasso d'interesse sufficiente a indurre allo scambio di posizioni a pronti contro posizioni a termine dovrà essere sufficiente a coprire la perdita dei « redditi » (di qualunque tipo, anche in « valore d'uso ») attesi dal possesso dell'attività a pronti, nonché i rischi assunti con lo scambio e i costi di transazione, al netto dei costi di mantenimento da cui il venditore è liberato. I rischi dipendono dalla stima della probabilità di eventi avversi e costosi, quali possono essere inadempienze della controparte o il manifestarsi di un fabbisogno imprevisto e improrogabile della stessa o di altre attività nette. Seguendo la distinzione keynesiana fra « aspettativa » e « fiducia nell'aspettativa » (14), il tasso d'interesse dovrà consentire, al di sopra del necessario a compensare tutti gli elementi definiti sopra, un « premio » tanto più alto quanto minore è la fiducia nelle aspettative da cui dipende la scelta fra posizioni a pronti e posizioni a termine, cioè quanto

---

(14) Cfr. *General Theory*, cap. 12.



maggiore è la componente di incertezza e non informazione nella stima di probabilità degli eventi futuri. Questo premio è differenziato per le diverse attività nette a seconda della loro specifica attitudine a far fronte a un corso degli eventi diverso da quello che l'aspettativa faceva ritenere più probabile (15).

La somma algebrica del reddito atteso, del rischio assunto con l'anticipazione, della differenza fra costo di transazione e costo di mantenimento, infine del premio che compensa per l'incertezza e la disinformazione, tutti misurati in termini propri e riferiti a un'unità dell'attività ceduta, definiscono dal punto di vista del creditore quello che in 2.2. ho chiamato il « tasso di rendimento netto proprio » atteso dal possesso di un'attività netta. Questo ultimo è il limite inferiore che può impedire la discesa del tasso d'interesse proprio sull'anticipazione di un'attività netta. In particolare, la circostanza di avere a che fare con attività non riproducibili dovrebbe impedire al loro reddito di cadere a zero, salvo quando le attività in questione possano essere sostituite nello stesso uso da altre merci riproducibili.

Da queste considerazioni si può trarre solo la generica indicazione che la posizione e l'estensione del ventaglio dei tassi d'interesse sulle attività non riproducibili varieranno di volta in volta a seconda delle circostanze che influenzano il livello e il grado di flessibilità di ciascuno di essi. È a questo punto che la moneta entra in giuoco a rendere più determinata la teoria dell'accumulazione. Infatti la presunzione che il tasso proprio della moneta emerga fra tutti i tassi d'interesse come la variabile chiave dal cui controllo dipende il processo di accumulazione, si fonda su un *terzo fatto stilizzato*, caratteristico delle economie monetarie: *in un'economia monetaria la moneta è l'unità in cui sono fissati, praticamente senza eccezioni, i redditi di natura contrattuale, sia da lavoro che da proprietà.*

2.5. Fissando nella stessa unità i salari, le rendite e gli interessi, si garantisce che tutti gli oneri contrattuali che gravano sulla produzione siano *certi* in quell'unità, e quindi certi anche nel

---

(15) Se si identifica questa attitudine con la possibilità di conversione immediata e senza costi di un'attività in altre, il « premio » qui definito corrisponde al « premio di liquidità » keynesiano. Poiché il discorso è esclusivamente riferito alle attività nette, è implicito che il premio è un indicatore della differenza fra la convertibilità di un'attività e la convertibilità delle posizioni attive a termine assunte con la cessione in anticipazione.

loro rapporto reciproco, per tutto il periodo di durata dei contratti di lavoro, locazione, ecc. Complessivamente questo consente alle imprese una politica di prezzi relativi mediamente *più stabili*, su intervalli di tempo caratterizzati da assenza di rinnovi contrattuali e mutamenti tecnologici importanti, che non nel caso di oneri contrattuali fissati in unità diverse: in quest'ultimo caso infatti diventa incerto il rapporto reciproco fra i diversi oneri, e aumentano le circostanze che possono var variare i prezzi relativi anche nell'intervallo fra successivi rinnovi contrattuali. Le condizioni di maggior certezza e stabilità dei prezzi relativi dei prodotti, in ipotesi di fissazione degli oneri contrattuali in moneta, equivalgono a condizioni di maggior certezza e stabilità dei prezzi monetari, facilitando l'avvicinamento dei prezzi monetari attesi ai prezzi monetari di offerta corrente (16).

Questa tendenza dei prezzi attesi ad approssimare i prezzi di offerta corrente è garantita dal terzo fatto stilizzato *solo* per prezzi misurati in moneta o in termini di attività riproducibili: niente impedisce in generale che, in termini di qualche attività non riproducibile  $j$  diversa dalla moneta, i prezzi attesi si allontanino in modo notevole da quelli di offerta corrente. Questo mette in risalto  $\pi$ , il tasso proprio della moneta, come l'unico indicatore *generalmente non ambiguo*, fra tutti i  $\pi_j$ , della convenienza di un investimento. Infatti la condizione di convenienza di un investimento in  $i$ , cioè un prezzo di equilibrio patrimoniale maggiore di quello di offerta corrente, equivale in queste ipotesi a  $\alpha_i^{(e)} < 0$ , ovvero a  $\pi_i > \pi$ , indipendentemente dal segno di tutti gli altri  $\alpha_{ij}^{(e)}$  e  $\pi_i - \pi_j$ . Il tasso proprio della moneta diventa così il discriminante fra crescita e stazionarietà della ricchezza di tipo  $i$ , quali che siano i tassi degli altri tipi di ricchezza non riproducibile (17).

Inoltre, la stessa stabilità dei prezzi che segue dal terzo fatto stilizzato rende improbabile che  $\pi$  sia dominato *permanentemente* dal tasso proprio di qualche altra attività non riproducibile. La

---

(16) È implicito che sto considerando un sistema in cui i prezzi dei beni riproducibili (con tecnica data) dipendono da se stessi e da una serie di oneri contrattuali monetari. Se questi ultimi sono prefissati per un certo intervallo di tempo, l'aspettativa di prezzi relativi stabili implica l'aspettativa di prezzi monetari stabili, e viceversa.

(17) Se  $\pi > \pi_i$ , il prezzo di equilibrio patrimoniale deve cadere sotto il prezzo di offerta corrente in misura sufficiente da rendere conveniente l'immagazzinamento di  $i$ . Si noterà che questi risultati coincidono con quelli di Davidson che ho richiamato sopra (cfr. p. 133 n. 12), ma presuppongono come condizione necessaria la stabilità dei prezzi monetari.

situazione  $\pi_j > \pi$  è possibile solo se  $\alpha_j^{(e)} < 0$ , che in queste ipotesi richiederebbe la permanente sopravvalutazione di  $j$  rispetto alla moneta e a tutte le attività riproducibili. Ma dato che generalmente  $p_j^{(e)}$  non è collegato ad alcun punto di riferimento esterno (non essendovi un costo di produzione a cui appoggiare un'opinione di prezzo « normale ») non c'è ragione perchè  $p_j^{(e)}$  non raggiunga prima o poi  $p_j$ : la persistenza di  $\pi_j > \pi$  richiede allora che  $p_j$  e  $p_j^{(e)}$  crescano entrambi mantenendo le distanze fra di loro, ed è difficile pensare che questo non porti a una riduzione del tasso di rendimento proprio, e quindi di  $\pi_j$ . Bisognerebbe pensare a un'attività il cui tasso di rendimento, misurato in moneta o in attività riproducibili, cresca al crescere del suo prezzo in moneta o attività riproducibili, in modo tale che l'aumento di prezzo non eroda il premio in termini propri ottenuto sull'anticipazione di questa attività rispetto alle altre. Il classico esempio keynesiano, la terra (18), e altri esempi che si possono pensare, si riferiscono a circostanze storiche particolari, e comunque tali da mettere in questione il terzo fatto stilizzato. La significatività della moneta consiste quindi nel fatto che  $\pi$  funziona da « centro di gravità » del sistema dei tassi d'interesse propri. Nei confronti delle attività riproducibili questa funzione si manifesta nel procedere della loro accumulazione fino al punto in cui i rispettivi tassi propri scendono al livello di  $\pi$ .

Infine, è ancora il terzo fatto stilizzato, congiunto alla stabilità dei prezzi, che garantisce una certa stabilità nella posizione assoluta di  $\pi$ , e quindi la necessità che i vari  $\pi_i$  nella loro discesa prima o poi lo raggiungano. Infatti l'obbligo di effettuare tutti i pagamenti differiti in moneta, e la relativa fiducia nella stabilità dei prezzi monetari, sono sufficienti ad attribuire alla moneta un « premio » per la sua attitudine a fronteggiare incertezza e disinformazione (cfr. 2.4); premio che, congiunto all'assenza di costi di mantenimento della moneta, fissa un limite inferiore certamente positivo ai possibili valori di  $\pi$ . Perciò il costo dell'anticipazione monetaria sarà *comunque* positivo: e la produzione di beni capitali si fermerà sempre prima di aver raggiunto il livello in cui il loro tasso di rendimento netto proprio diventa zero.

(18) Cfr. *General Theory*, p. 241. Joan Robinson estende l'esempio alle economie mature, dove acquisti di seconda mano e *take-overs* possono ostacolare il finanziamento di nuovi investimenti (« Own Rates of Interest », in J. ROBINSON, *Collected Economic Papers*, Blackwell, 1965, vol. III).

La « convenzione istituzionale » che fissa tutti i redditi contrattuali in moneta si rivela così il presupposto della significatività del tasso d'interesse monetario, anche in presenza di altre attività non riproducibili con tasso d'interesse proprio più alto. Risulta chiaro però che il collegamento fra la convenzione istituzionale e la significatività dell'interesse monetario come regolatore dell'accumulazione funziona finchè le circostanze esterne assicurano una relativa stabilità monetaria. Se gli *shocks* all'economia, che si concentrano nei periodi dei rinnovi contrattuali, sono intervallati da pause senza bruschi interventi di politica monetaria o dissesti nei conti con l'estero, la conferma delle aspettative favorisce un clima di relativa certezza che dovrebbe contenere il livello dei tassi e avvicinarli a quello della moneta: in questo modo si crea un comune interesse a mantenere la convenzione istituzionale. Ma se gli *shocks*, di qualunque origine, si fanno abbastanza frequenti da rompere la fiducia nella stabilità monetaria, i tassi (come vedremo nella terza parte) si alzano e si allargano a ventaglio, annullando al tempo stesso l'interesse a mantenere la convenzione e la significatività del tasso monetario.

### 3. *Prezzi e tassi d'interesse in un sistema a standard multiplo.*

3.1. L'indicizzazione dei salari monetari ha formalmente annullato la convenzione istituzionale che fissava i principali redditi contrattuali in unità monetarie. Sostanzialmente la convenzione aveva perso di significato già da prima: l'andamento generalmente crescente dei prezzi monetari e la capacità dei sindacati di rinegoziare condizioni salariali al nuovo livello dei prezzi, avevano ormai compromesso la stabilità degli oneri contrattuali relativi che la convenzione doveva garantire (19). L'indicizzazione

---

(19) Hicks aveva già anticipato questa tendenza in anni di inflazione ancora contenuta e in cui l'indicizzazione del salario non era (almeno nel Regno Unito) pratica generalmente diffusa (si vedano i due saggi, rispettivamente del 1955 e 1956, « Economic Foundations of Wage Policy » e « The Instability of Wages », ora in J. R. Hicks, *Essays in World Economics*, Oxford Univ. Press, 1959). È la forza crescente delle Trade-Unions che, rendendo esplicita la qualità sociale del salario, riesce ad imporre una nuova situazione istituzionale che Hicks riassume nella formula « passaggio dal *Gold Standard* al *Labour Standard* ». Nel *Labour Standard* « il sistema monetario è diventato relativamente elastico, tanto da potersi adattare ai cambiamenti dei salari, piuttosto che viceversa » (*ibid.*, p. 88): proprio perciò qualunque fattore che faccia crescere il costo della vita rischia di scatenare un processo inflazionistico.

sostituisce alla vecchia convenzione, non più operante, una nuova convenzione che fissa i redditi da lavoro dipendente in termini di un paniere di beni e servizi in proporzioni fisse, con la conseguenza che gli oneri contrattuali risultano determinati in uno standard diverso a seconda se provengono da contratti di lavoro o di anticipazione (20).

L'instabilità monetaria e la resistenza dimostrata dal salario reale avrebbero dovuto essere sufficienti, prima ancora che si diffondessero le clausole di indicizzazione, a segnalare il processo di cambiamento in corso nel sistema monetario: dei tre fatti stilizzati richiamati prima restano i primi due, mentre il terzo scompare e si sviluppa la ricerca di nuove istituzioni che lo sostituiscano. Una volta affermata l'indicizzazione dei salari, non solo non è più possibile ignorare che il terzo fatto stilizzato è ufficialmente annullato, ma sono anche fissate in termini precisi e espliciti (i termini di funzionamento del meccanismo di scala mobile) le nuove convenzioni istituzionali con cui la teoria monetaria è tenuta a fare i conti. Anche a una prima e non sistematica ricognizione degli effetti delle nuove convenzioni, si manifestano sufficienti ragioni per ritenere non più adeguati gli schemi teorici abituali (21).

3.2. In primo luogo, un'economia con salari fissati in un paniere di merci è, dal punto di vista della formazione dei prezzi, un'economia più integrata. Per l'argomentazione che segue torna comodo distinguere fra settori che producono merci incluse nel paniere (che chiamerò, collettivamente, settore *B*) e settori che producono merci fuori paniere (settore *A*). Si semplificherà al massimo il discorso se si accetta l'ipotesi (peraltro abbastanza

---

Analogamente, Sylos Labini (in *Sindacati, inflazione e produttività*, Laterza, 1972, pp. 69-72) attribuisce al rafforzamento dei sindacati l'origine dell'importanza assunta dalle variazioni del costo della vita nello spiegare le variazioni di breve periodo dei salari.

(20) Ovviamente mi riferisco a un sistema in cui il salario è l'unico reddito indicizzato. Inoltre, nelle considerazioni che seguono, suppongo per semplicità che l'indicizzazione garantisca la copertura totale del salario reale a meno di ritardi dipendenti dalla periodicità degli scatti; e trascuro gli effetti dell'unificazione del valore del punto di contingenza sulla distribuzione e sui prezzi relativi (come se, in altri termini, la forza-lavoro fosse una merce omogenea con unico prezzo).

(21) Mi riferisco in particolare ai modelli della famiglia IS-LM, costruiti su una presunzione di ragionevole stabilità delle funzioni aggregate d'investimento e di domanda di moneta. Cfr. le osservazioni critiche contenute in RONCAGLIA-TONVERONACHI, *op. cit.*, sez. 5.

ragionevole) che *B* utilizzi mezzi di produzione prodotti da *A*, ma non viceversa. Dal punto di vista della tecnologia *A* è un settore-base e *B* no, tuttavia i prezzi dei prodotti di *B* influenzano attraverso i salari tutti gli altri prezzi. Poichè nel paniere possono entrare rendite (es. affitti), prodotti importati, ed anche (come nel caso italiano) imposte, tariffe pubbliche, ecc., la maggior integrazione non riguarda soltanto i settori produttivi fra di loro, ma anche i settori nei confronti di gruppi o istituzioni esterni al sistema produttivo.

Per effetto della maggiore integrazione del sistema, il paniere raccoglie e trasmette al resto dell'economia *shocks* locali che altrimenti avrebbero avuto conseguenze molto più circoscritte. Gli aumenti del salario monetario, qualunque sia la variazione nel paniere che ne è all'origine, influenzano i prezzi relativi a seconda della diversa proporzione in cui gli oneri monetari da anticipazione e gli oneri salariali incidono sui prezzi. Poichè gli oneri monetari sono rigidi verso il basso (essendo fissati contrattualmente in moneta), gli aggiustamenti ai nuovi prezzi relativi non possono che avvenire attraverso aumenti dei prezzi monetari. Il settore *A* ha maggiore libertà di azione in questo senso perchè usufruisce del ritardo, presumibilmente ampio, fra il momento in cui alza i prezzi e il momento in cui, dopo essere passato attraverso i costi ed i prezzi di *B*, l'aumento si scarica sui salari. Il settore *B* invece può contare solo sul margine molto più stretto fra il proprio aumento di prezzi ed il successivo scatto dell'indice: perciò è probabile che i ritocchi di prezzi di *B* siano molto più forti di quelli di *A*. Il processo di aggiustamento al nuovo prezzo relativo di equilibrio (22) sarà quindi di tipo inflazionistico e caratterizzato da oscillazioni del prezzo relativo stesso. I prezzi relativi saranno ancora più instabili se a quanto sinora detto aggiungiamo la diversa esposizione dei settori alla concorrenza internazionale.

---

(22) Prezzo relativo di equilibrio sta qui ad indicare il rapporto di scambio che permette a *B* di pagare gli oneri monetari e gli acquisti da *A* con il valore della parte di prodotto che rimane dopo aver tolto la quota (approssimativamente fissa in termini reali) che va ai propri salariati; e che permette ad *A* di pagare gli oneri monetari ed i salari monetari con il valore del prodotto che rimane dopo aver tolto i reimpieghi. Questo tipo di equilibrio assicura che il tasso d'inflazione cada a zero, ma non che i profitti distribuiti nei due settori rappresentino una ugual proporzione del capitale anticipato (tutta l'argomentazione è limitata al periodo breve).

Non c'è alcuna garanzia che il processo di aggiustamento ora descritto sia convergente — sarebbe necessario un gran numero di qualificazioni in cui non vale la pena entrare, almeno nell'ambito di questo lavoro. Infatti, anche se il processo fosse, per ipotesi, correttivo, le occasioni di spinte inflazionistiche che derivano al sistema dal suo più alto grado d'integrazione diventano così numerose da rendere il fenomeno dei prezzi crescenti a velocità ineguali il caso più probabile. La spinta iniziale può venire dall'interno del settore *B*, per es. se la somma degli oneri monetari del settore supera il valore del prodotto vendibile al netto dell'equivalente reale dei salari: ma non è l'unico caso possibile. L'aumento dei redditi monetari da anticipazione può rappresentare un'altra spinta inflazionistica, indiretta se ricade sulla produzione, e diretta se l'anticipazione coincide con un servizio compreso nel paniere (per es. gli affitti di abitazioni).

3.3. Un ambiente inflazionistico con rapporti di scambio instabili influenza il comportamento dei tassi d'interesse propri in modo differenziato a seconda degli operatori e delle attività patrimoniali interessati. In generale ci si può attendere che l'incertezza sui rapporti di scambio alzi i premi all'anticipazione in misura tanto maggiore quanto più il possesso di un'attività a pronti supera per convertibilità le posizioni attive a termine ottenibili in cambio (cfr. sopra, sez. 2.4): da ciò una diffusa tendenza all'aumento dei tassi propri, che però favorirà soprattutto la moneta e le attività più rapidamente convertibili, a scapito di attività, come gli investimenti fissi, meno adatte a proteggere dall'incertezza. D'altra parte lo stesso clima d'incertezza determinerà negli operatori patrimoniali aspettative divergenti sui prezzi relativi futuri, e quindi prezzi relativi a termine diversi dai prezzi relativi correnti, con un certo effetto di dispersione dei tassi propri.

Contemporaneamente guadagna certezza l'aspettativa di aumenti generalizzati dei prezzi e salari monetari. *A parità di aspettative* sull'andamento della domanda, è probabile che questo orienti le imprese ad aumentare gli acquisti a copertura sui mercati a termine di prodotti intermedi, e a ridurre le vendite a termine dei prodotti finiti: i prezzi a termine si muoveranno verso l'alto rispetto ai prezzi a pronti, con una generale riduzione dei tassi propri sulle attività riproducibili rispetto al tasso proprio della moneta. I proprietari di attività patrimoniali, da parte loro,

dovranno bilanciarsi fra l'aumento di valore monetario atteso dei loro beni patrimoniali e la perdita di potere d'acquisto delle rendite monetarie da anticipazione: il secondo aspetto imprimerà una spinta verso l'alto alle rendite contrattate sulle nuove anticipazioni, quindi ai corrispondenti tassi propri (cfr. 2.2., definizione [3]), ma non tale da ridurre il distacco rispetto al tasso monetario, almeno finchè permangono le aspettative inflazionistiche.

In sintesi, dai comportamenti delle imprese e dei proprietari di ricchezza, nella situazione descritta, deriverà un innalzamento e allargamento del ventaglio dei tassi d'interesse. Verso i livelli più alti si spingeranno i tassi della moneta e delle attività più facilmente convertibili, o ritenute meno capaci di mantenersi in media al passo con l'inflazione; verso il basso si troveranno i tassi delle attività fisse, e di quelle cui sono associate le maggiori aspettative inflazionistiche. In questa situazione il tasso monetario perde la sua funzione di indicatore della convenienza degli investimenti, funzione che presuppone (cfr. 2.5) che la moneta sia l'unità in termini della quale le differenze fra prezzi attesi e prezzi di offerta corrente sono minime. Poichè ora i prezzi monetari attesi sono sistematicamente maggiori dei prezzi di offerta corrente, il tasso monetario si trova nella parte più alta del ventaglio dei tassi e la maggior parte degli investimenti rientra fra gli investimenti speculativi. Finchè dura il processo inflazionistico, l'attribuzione del ruolo di « centro di gravità » del sistema dei tassi d'interesse al tasso della moneta non ha più fondamento, e una politica monetaria centrata sul suo controllo non sembra più sufficiente a regolare il meccanismo anticipazione-accumulazione.

D'altra parte lo sventagliamento dei tassi ha almeno altre due conseguenze che possono ricadere negativamente sul processo di accumulazione. Da un lato si crea ampio spazio per operazioni speculative che sfruttano la maggior dispersione delle aspettative, specialmente sui prezzi delle attività non riproducibili, che non sono agganciati a prezzi industriali: per esempio, l'anticipazione di acquisti di beni di consumo durevole attraverso pagamenti rateali o mutui garantiti, il differimento delle vendite di prodotti industriali, gli arbitraggi su merci, titoli etc. Queste operazioni assorbono anticipazioni ma non allargano direttamente la capacità produttiva dell'economia (gli investimenti in scorte determinano un'espansione della produzione a carattere preva-



lentamente congiunturale). D'altro lato, il situarsi dei tassi sulle attività fisse ai livelli inferiori del ventaglio significa che gli investimenti in nuovi progetti sono affidati, più che alla loro redditività, ai movimenti dei prezzi attesi, subendo la concorrenza di tutti gli investimenti in scorte e impieghi in attività non riproducibili che presentano maggiore convertibilità. Entrambi questi fattori possono lavorare a favore di uno stesso risultato, cioè il rallentamento o il blocco del processo accumulativo.

Questa conclusione però è fortemente condizionata dall'aver condotto tutto il ragionamento in ipotesi di aspettative date sulla domanda futura, e più in generale senza mai tener conto delle caratteristiche dei mercati in cui imprese e proprietari di ricchezza si confrontano. Perciò mi sembra possibile solo una conclusione più debole, e cioè che in un'economia inflazionistica esistono fattori che possono rallentare gli investimenti fissi e dirottare l'anticipazione verso operazioni speculative, consumi durevoli etc.; se questi fattori risultino prevalenti o no, cumulativi o correttivi, è questione che esce dalla portata di queste note.

3.4. L'analisi precedente ricostruisce un meccanismo attraverso il quale l'indicizzazione del salario può generare instabilità dei prezzi relativi, inflazione e, eventualmente, ristagno. Questo meccanismo chiama in giuoco: *a*) il maggior grado di integrazione del sistema, *b*) l'incertezza e le aspettative inflazionistiche che influenzano le scelte delle imprese e dei proprietari di ricchezza, *c*) la conseguente dispersione dei tassi d'interesse, che favorisce la sostituzione di impieghi speculativi agli investimenti fissi. Il funzionamento del meccanismo può essere assecondato da circostanze interne o esterne. Fra le prime, la spinta a ricontrattare rendite monetarie più alte su particolari anticipazioni che rientrano nel paniere di calcolo dell'indice. Fra le seconde, la diminuita concorrenzialità sul mercato internazionale; e una politica monetaria che, identificando nel tasso d'interesse monetario un « obiettivo intermedio » significativo, lo mantenga a livelli così bassi da rendere ancora più convenienti gli impieghi speculativi.

Ciò che *non* viene chiamato in giuoco, almeno come fattore esplicativo autonomo, è il « costo del lavoro » o la distribuzione fra redditi da lavoro e redditi da proprietà: una diminuzione del salario reale contrattuale (realizzata attraverso modificazioni del paniere), quali che siano i suoi effetti nel sistema, non elimine-

rebbe le conseguenze dell'indicizzazione messe in luce da questo schema (23). Ma se l'indicizzazione è soltanto il compimento, e non la causa, di un processo di trasformazione del sistema monetario iniziato prima (cfr. sopra, 3.1), nemmeno il ritorno a un'economia con salari non indicizzati potrebbe ristabilire condizioni di stabilità monetaria e dei prezzi relativi (24). Dando allora per acquisita l'indicizzazione del salario, qualunque sia il suo livello reale, il problema risulta localizzato nei punti *b*) e *c*) riassunti sopra. Questi sono manifestazioni di un processo di trasformazione strutturale delle caratteristiche del sistema monetario — la parziale sostituzione della moneta come standard di fissazione dei pagamenti differiti. Il nuovo standard affiancato alla moneta è una merce composita sottratta a ogni controllo, su cui influiscono non solo gli esiti della contrattazione salariale, ma anche condizioni di produzione, importazioni, rendite. Se è vero, secondo le parole di Marshall, che « praticamente qualsiasi moneta funzionerà bene purchè la sua posizione sia certa » (25), non sembra questo il caso di una moneta dipendente dalle vicende di un paniere-salario assoggettato a circostanze di ogni genere. Si può dire allora che il senso della trasformazione è il passaggio da uno standard regolato unicamente dallo Stato (sia pure con alterno successo) a uno standard per il momento non regolato da nessuno (o, che è quasi lo stesso, regolato da troppi). I vantaggi sperati

(23) Al contrario di quanto si ricava dal modello sopra ricordato (cfr. sez. 1) di Modigliani-Padoa Schioppa, in cui esiste un livello del salario reale abbastanza basso da consentire tasso di crescita corrispondente al pieno impiego e stabilità monetaria (più il pareggio della bilancia dei pagamenti). Il salario reale di pieno impiego di Modigliani - Padoa Schioppa non potrebbe garantire la *stabilità* del pieno impiego, a meno che non fosse raggiunto, invece che decurtando il paniere, attraverso la diminuzione del valore del punto di contingenza o della frequenza degli scatti: ma in tal caso l'indicizzazione perderebbe del tutto la sua funzione e tanto varrebbe eliminarla.

(24) La questione se l'indicizzazione aumenti o riduca il tasso d'inflazione non sembra decidibile in termini generali, come prova anche l'indecisione della letteratura sull'argomento: quel che voglio affermare nel testo è solo che, con o senza scala mobile, negli attuali rapporti di forza fra gruppi sociali vi sarà comunque qualche tensione inflazionistica con prezzi relativi instabili.

(25) A. MARSHALL, *Official Papers* (MacMillan, 1926), p. 292. Incidentalmente, è significativo che Marshall sostenesse la necessità di separare la funzione monetaria di *intermediazione* degli scambi da quella di *standard per i pagamenti differiti*: la seconda funzione dovrebbe essere svolta non dalla moneta metallica, ma da un paniere di merci (« *Tabular Standard of Value* ») in base al quale indicizzare *tutti* i contratti con pagamenti differiti (quindi non solo salari, ma anche rendite e interessi). Cfr. « Remedies for Fluctuations of General Prices » (1887), in *Memorials of Alfred Marshall* (A. C. Pigou editor), MacMillan, 1925.

dalla trasformazione — certezza, difesa del salario reale, minor confittualità — appaiono seriamente compromessi dall'inefficienza del paniere nel ruolo di sostituto monetario.

Un problema di trasformazione istituzionale di questo tipo non può essere affrontato mediante schemi teorici di equilibrio; tanto più che la disfunzione monetaria messa in luce dall'analisi tentata in queste pagine fa pensare che l'attuale fase di trasformazione sia solo transitoria. Che le nuove regole del giuoco non si possano considerare parametri definitivi appare confermato anche dalla tendenza a estendere l'indicizzazione a altri redditi (con indici basati su panieri diversi fra di loro). Il punto d'arrivo potrebbe essere una situazione di standard multiplo per la fissazione della quasi totalità dei pagamenti differiti, con un radicale e definitivo allontanamento dalle caratteristiche dei sistemi monetari tradizionali. In prospettiva allora si pone il problema — politico, oltre che di « ingegneria monetaria » — di controllare una trasformazione monetaria che altrimenti rischia di compiersi in modo casuale e inconsapevole: questo richiede, fin dall'attuale fase di transizione, più attenzione di quanta sinora sia stata data alla ricerca di strumenti adatti a svolgere le due funzioni di indicatori significativi di reddito reale e di sostituti monetari efficienti.