

ANTONIO MARZANO

POLITICA MONETARIA E SVILUPPO ECONOMICO:  
SCHEMI COMPLEMENTARI DI ANALISI

1. *Premessa.*

L'analisi degli effetti esercitati dalla moneta e dalla politica monetaria sulle caratteristiche dello sviluppo di lungo periodo delle economie si è arricchita in questi ultimi anni di vari contributi.

Contrariamente alle apparenze, l'accertamento di questi effetti non contraddice i risultati cui si è pervenuti in sede di teoria della neutralità della moneta. Un'ampia letteratura, nella quale spiccano i lavori di Patinkin, Gurley e Shaw, ha ormai dimostrato che questa neutralità può essere professata solo sulla base di ipotesi numerose quanto particolari (1).

Tali ipotesi, o parte di esse, sono estranee alle recenti analisi circa gli effetti della fenomenologia monetaria sullo sviluppo di lungo periodo. Non sarebbe pertanto appropriato considerarne i risultati alla stregua di una refutazione della teoria della neutralità della moneta. È con riguardo ad un diverso ordine di problemi che va misurato il contributo specifico di queste analisi.

Sebbene gli economisti fossero da tempo preparati ad ammettere che la moneta, in difetto delle ipotesi particolari dianzi accennate, non è neutrale, tuttavia i modelli di sviluppo di lungo periodo hanno trascurato, nella maggioranza dei casi, la trattazione degli effetti dei fenomeni monetari sul tasso di accumula-

---

(1) V. D. PATINKIN: *Money, interest and prices*, Evanston, 1956, cap. 12; J.G. GURLEY e E.S. SHAW: *Money in a theory of finance*, Washington, 1960. Oltre la flessibilità dei prezzi, queste ipotesi concernono l'assenza di illusione monetaria, l'omogeneità dei titoli, l'assenza di effetti distributivi, l'inesistenza di debito pubblico, la presenza di sola moneta interna e così seguitando. Si veda anche B. JOSSA: *La dicotomia nei sistemi monetari*, in «Moneta e credito», Roma, mar. 1963 e l'ampia bibliografia ivi citata.

zione del capitale e sul tasso di sviluppo del prodotto reale pro-capite. In questo tipo di modelli, i fattori *reali* occupano un ruolo preminente rispetto ai fattori *monetari*.

La lacuna è stata denunciata da economisti autorevoli (2). L'analisi monetaria di quest'ultimo quinquennio, traendo stimolo da un saggio pubblicato dal Tobin nel 1965, appare largamente protesa al superamento di tale lacuna (3). Il saggio di Tobin rappresenta un tentativo di integrazione della moneta e della politica monetaria nei modelli di sviluppo neo-classici ad un settore.

Il dibattito che ne è seguito ha ripetuto con poche eccezioni le linee indicate dallo studio pionieristico di Tobin. Sono stati così elargiti alla conoscenza delle relazioni tra fattori monetari e fattori reali dello sviluppo approfondimenti di grande rilievo. Al tempo stesso, si è potuto tuttavia osservare che è mancato in questo dibattito il richiamo di taluni schemi analitici, proposizioni teoriche, o semplici suggerimenti metodologici formulati in passato e che avrebbero potuto chiarire aspetti trascurati del problema.

Per questa ragione, si è ritenuto utile non limitare l'ambito della relazione alle analisi più recenti, ma di estenderlo, sia pure a prezzo di un'inevitabile sommarietà, ai più significativi tra i detti precedenti analitici. La necessità, che ne emerge, di provvedere ad una rappresentazione coordinata ed unitaria dei molteplici influssi della fenomenologia monetaria sullo sviluppo di lungo periodo delle economie, potrebbe essere considerata come il motivo conduttore dell'intera relazione.

## 2. *L'effetto « composizione » del risparmio.*

2.1. La personalità scientifica di un eminente monetarista come il Tobin è notoria e sarebbe superfluo richiamarne in questa sede i molteplici contributi. Poiché ciò potrà agevolare la collocazione del saggio appena richiamato nella moderna problematica della moneta, basterà qui ricordare che a Tobin si devono perspicue trattazioni della moneta quale attività patrimo-

---

(2) v. H. G. JOHNSON: *Monetary theory and policy*, in « American economic review », giu. 1962, pp. 377-8.

(3) v. J. TOBIN: *Money and economic growth*, in « Econometrica », ott. 1965.

niale assimilabile sotto vari aspetti alle attività reali (4), nonché delle scelte di portafoglio compiute al riguardo dagli operatori (5). La sua analisi circa gli effetti della moneta e della politica monetaria sullo sviuppo del sistema rappresenta infatti un'applicazione particolare, quanto rilevante, dei suoi contributi in tema di scelte di portafoglio.

2.2. La principale differenza tra un'economia monetaria ed un'economia non monetaria è additata dal Tobin nella diversa ampiezza della gamma delle scelte di portafoglio su cui si esercitano le preferenze dei risparmiatori. In una economia sguarnita di attività monetarie, il risparmio può trovare impiego nel solo capitale reale, sia pure nelle diverse forme che esso può assumere. In una economia attrezzata con la moneta, esiste un'ulteriore possibilità di impiego del risparmio. Da ciò, derivano conseguenze di rilievo sul processo di accumulazione del capitale reale e quindi sullo sviluppo di lungo periodo dell'economia.

L'analisi di queste conseguenze è basata su due presupposti fondamentali, che possono così enunciarsi:

1) la moneta è emessa a seguito di pagamenti netti a fine di trasferimenti effettuati dallo stato, ed è del tipo esterno;

2) la moneta è considerata dalla collettività come una forma di ricchezza concorrente con il capitale reale: si tratta, riconosce il Tobin, di una forma di illusione, che continua tuttavia a sussistere e ad esercitare i propri effetti sino a quando gli operatori non tentino di convertire le attività monetarie disponibili in attività reali.

In particolare, la moneta compete con il capitale reale in virtù di un eventuale saggio d'interesse percepito dal settore privato sul debito governativo, nonché del saggio atteso di rendimento dei fondi monetari specificamente dovuto alle variazioni del livello generale dei prezzi. Questo saggio è pari al tasso atteso di variazione dei prezzi preso con il segno opposto, di modo che è negativo quando ci si aspetta che i prezzi aumentino, ed è positivo nel caso contrario.

---

(4) Soprattutto in: *Money, capital and other stores of value*, in « American economic review », mag. 1961.

(5) Si veda specialmente: *Liquidity preference as behaviour towards risk*, in « American economic review », feb. 1958.

Nella misura in cui l'attrattiva esercitata da questi elementi — rispetto al saggio d'interesse percepito sul capitale reale — è elevata, le attività monetarie vengono integrate nei portafogli individuali. Supponendo che la propensione al risparmio resti nell'economia monetaria allo stesso livello ipotizzato per l'economia non monetaria, è il diverso assetto dei portafogli che si riflette sull'intensità dei processi di accumulazione reale registrati nelle due economie.

Queste ripercussioni emergono dal confronto tra la struttura del conto del capitale delle due economie. La creazione di moneta per il finanziamento dei trasferimenti di reddito operati dallo stato si riflette infatti sul conto del capitale dell'economia monetaria attraverso l'apparizione di una forma aggiuntiva di impiego del risparmio. È perciò importante distinguere tra risparmio complessivo e risparmio « reale », ossia effettivamente disponibile per gli investimenti produttivi.

L'economia monetaria presenta per ipotesi la stessa propensione al risparmio (complessivo), ma una parte di questo è assorbito dalle attività monetarie. Ne segue che in questa economia, per ogni alternativo livello del prodotto reale, il risparmio disponibile per gli investimenti produttivi si riduce.

Così, il conto del capitale dell'economia monetaria registra una minore formazione di capitale reale. Per la parte del risparmio totale che non è disponibile per gli investimenti produttivi, questo conto registra altresì formazione di ricchezza nella specie delle attività monetarie create dallo stato (6).

Una versione più sintetica di questo risultato è offerta dal Johnson (7). Da un lato, egli osserva, è solo per la frazione rappresentata dalla propensione al risparmio che il maggior reddito disponibile creato dall'indebitamento dello stato viene risparmiato; dall'altro, è per l'intero volume delle attività monetarie create dallo stato che il risparmio è assorbito da impieghi diversi da quelli rappresentati dagli investimenti produttivi.

È il cosiddetto effetto « composizione » del risparmio: essendo questo parzialmente assorbito dalle attività monetarie, gli in-

(6) Oltre che il saggio citato alla nota (3) si veda anche la dimostrazione fornita dal TOBIN (in una sua replica al Johnson): *The neutrality of money in growth models: a comment*, in « *Economica* », feb. 1967.

(7) v. H. G. JOHNSON: *Money in a neo-classical one-sector growth model*, in « *Essays in monetary economics* », Londra, 1966 (trad. it. in M. MONTE: *Problemi di economia monetaria*, Milano, 1969).

vestimenti produttivi risultano *coeteris paribus* più limitati nell'economia monetaria.

2.3. Questo stato di cose non manca di incidere sulle caratteristiche di sviluppo proprie di un'economia monetaria. Si noti che nell'analisi del Tobin il processo di sviluppo non può risultare condizionato da problemi di insufficienza della domanda globale. La contrazione degli investimenti produttivi è perfettamente compensata dalla espansione dei consumi: si modifica pertanto la struttura della domanda in un'economia monetaria, ma non il suo volume complessivo.

Tuttavia in un'analisi di lungo periodo, il volume degli investimenti si rileva, oltre che sotto il profilo della domanda globale, anche come *input* di fattore capitale. Il ridotto volume degli investimenti produttivi può essere compensato dall'espansione dei consumi agli effetti dell'adeguatezza della domanda globale, ma non agli effetti della capacità produttiva di lungo periodo dell'economia. Per esaminare questo genere di ripercussioni, Tobin si avvale dei modelli neo-classici di sviluppo ad un settore (8).

2.4. Come è noto, in questi modelli si suppone che il livello del prodotto *pro-capite* dipenda esclusivamente dall'intensità capitalistica della produzione, e che le forze di lavoro si accrescano ad un tasso costante, fissato esogenamente. Supponendo che da entrambi questi punti di vista l'economia monetaria e l'economia non monetaria presentino le stesse caratteristiche, la differenza principale tra di esse è rappresentata, per quanto si è detto, dal diverso tasso di accumulazione del capitale *reale*.

A parità di propensione al risparmio, questo tasso è inferiore nell'economia monetaria. A parità di tasso di incremento delle forze di lavoro, ne segue che nell'economia monetaria l'intensità capitalistica della produzione tende ad assumere livelli inferiori. A parità di caratteristiche delle funzioni della produzione, anche il prodotto reale *pro-capite* è dunque inferiore nell'economia monetaria.

---

(8) Originariamente formulati con riguardo ad un'economia senza moneta, questi modelli si devono, tra gli altri, a R. SOLOW: *A contribution to the theory of economic growth*, in «Quarterly journal of economics», feb. 1956; T.W. SWAN: *Economic growth and capital accumulation*, in «Economic record», nov. 1956; A.L. MARTY: *The neo-classical theorem*, in «American economic review», dic. 1964. Di recente, Solow ha tenuto conto dell'introduzione della moneta in *Growth theory, an exposition*, Oxford, 1970.

2.5. Questo risultato dell'analisi del Tobin sarebbe stato successivamente sottoposto ad una serrata analisi critica. Per il momento, preme porne in rilievo l'importante significato economico. Da un lato, esso starebbe a dimostrare che *l'esistenza della moneta* influenza il processo di accumulazione, e costituirebbe pertanto una testimonianza della non neutralità della moneta. Dall'altro, esso pone le premesse per un'analisi del ruolo della *politica monetaria* nei processi di accumulazione reale. Questo ruolo consiste, in breve, nel garantire un *equilibrio dei portafogli* capace di assecondare e, se del caso, di rafforzare il processo di accumulazione e di sviluppo del sistema.

Nei modelli di tipo neo-classico, lo si è detto, lo sviluppo del prodotto reale *pro-capite* è subordinato all'aumento dell'intensità capitalistica della produzione. Ma, quando l'intensità capitalistica si accresce, tende a ridursi il prodotto marginale del capitale.

Se non esistesse la moneta, il declino del saggio di interesse percepito sul capitale reale non potrebbe stimolare gli operatori a preferire altri tipo di impiego del risparmio. Ma con la moneta, questa alternativa esiste. Gli operatori avvertirebbero una crescente scarsità di moneta rispetto al capitale reale nei propri portafogli, e denuncierebbero una crescente riluttanza ad impiegare il risparmio in investimenti reali.

L'aumento dell'intensità capitalistica ne risulterebbe raffrenato, a meno che la politica monetaria non assumesse connotati sufficientemente espansivi da rimuovere la scarsità di moneta avvertita dagli operatori. Una politica monetaria più o meno espansiva condiziona dunque l'aumento dell'intensità capitalistica, e con essa lo sviluppo del sistema. Una crescente intensità capitalistica della produzione postula infatti quello che Tobin chiama una crescente intensità monetaria dei portafogli.

Inoltre la politica monetaria è in grado di influenzare le condizioni della competitività tra le attività monetarie ed il capitale reale. Le attività monetarie competono con il capitale reale in dipendenza del saggio di interesse su di esse percepibile e del tasso d'inflazione esistente.

Un declino del saggio di interesse fissato sulle attività monetarie rispetto al prodotto marginale del capitale reale, o crescenti tassi di inflazione, riducono la preferenza degli operatori per le attività monetarie ed accrescono l'attrattiva dell'impiego

del risparmio in investimenti produttivi: dato il tasso di incremento delle forze di lavoro, si accresce l'intensità capitalistica della produzione.

La politica monetaria non è dunque neutrale rispetto al processo di accumulazione, e quindi rispetto allo sviluppo di lungo periodo dell'economia.

### 3. *Il ruolo della « propensione » al risparmio.*

3.1. L'analisi del Tobin, della quale si sono sommariamente richiamati presupposti logici e risultati essenziali, si avvale di una metodologia che è tra le più insidiose: quella del confronto tra due economie simili in tutto, salvo che per l'esistenza o meno della moneta. Per ripetuta esperienza (9), questo genere di confronti presenta di regola notevoli inconvenienti: dal momento che singole caratteristiche differenziatrici ne celano spesso altre più recondite, di cui non sempre si tiene il dovuto conto.

Le differenze tra un'economia monetaria e un'economia non monetaria sono in effetti molteplici, sia sul piano dell'organizzazione istituzionale dei rapporti economici e finanziari, sia sul piano dei criteri che ispirano la condotta individuale.

Giova ricordare, a questo proposito, che nei modelli di sviluppo di lungo periodo la domanda di investimento non appare normalmente come una funzione indipendente da quella del risparmio. Questa omissione è riscontrabile anche nel modello del Tobin, con l'aggravante che esso, contrariamente ai precedenti, si propone espressamente di integrare la moneta tra le altre variabili. Gli investimenti produttivi sono presentati come sistematicamente pari alla differenza tra il prodotto reale ed i consumi, e si assume che le forze di lavoro siano sempre pienamente occupate, sia pure a diversi livelli dell'intensità capitalistica. Hahn, Stein, Davidson hanno rilevato che in questo modo si elude il problema principale di un'economia in cui sia introdotta la moneta, ossia il problema della domanda effettiva (10).

---

(9) Ad esempio, è il metodo seguito da MEADE: *Is the national debt a burden?*, in «Oxford economic papers», giu. 1958 per valutare le conseguenze dell'esistenza di un debito pubblico, e criticato da A. HANSEN: *The public debt reconsidered*, in «Review of economics and statistics», nov. 1959.

(10) v. J.L. STEIN: *Monetary growth models*, in «Journal of money, credit and banking», mag. 1969; F. HAHN: *On money and growth*, id.; P. DAVIDSON: *Money, portfolio balance, capital accumulation and economic growth*, in «Econometrica», apr. 1968.

Inoltre, è esplicitamente esclusa dall'analisi del Tobin la considerazione degli effetti esercitati dalla presenza della moneta e dalla politica monetaria sulla propensione al risparmio, come fenomenologia distinta rispetto a quella della sua composizione (11). La propensione al risparmio è supposta infatti eguale nell'economia monetaria e in quella non monetaria. Viene posto invece in evidenza il solo effetto « composizione » del risparmio: il suo parziale assorbimento da parte delle attività monetarie create dallo stato, e la conseguente riduzione del risparmio disponibile per gli investimenti produttivi.

3.2. Supporre che l'introduzione della moneta modifichi semplicemente la composizione del risparmio (e non la propensione al risparmio) equivale a considerare la moneta come un *sostituto perfetto* del capitale reale. Non appena si abbandoni questa ipotesi, non è possibile continuare ad immaginare che i processi di sostituzione tra moneta ed attività reali nei portafogli privati avvengano senza alterare il volume complessivo del risparmio, che si forma per ogni dato livello del reddito.

È quanto emerge dalle analisi condotte al riguardo da Patinkin e Levhari (12), nonché dallo stesso Tobin in una versione più elaborata del suo pensiero (13). Si tratta di analisi complesse, di cui riferiamo, come ci si è proposti in questa relazione, il solo nucleo centrale.

Patinkin e Levhari rilevano che il desiderio di beneficiare dei servizi resi dalla moneta, in quanto attività contraddistinta da un più alto grado di liquidità, può influenzare non solo il modo d'impiego del risparmio, ma anche la sua dimensione complessiva. Gli operatori possono essere indotti, dalla prospettiva di godere di quei benefici, ad una maggiore astensione dal consumo. Si può appunto considerare, in questo senso, la moneta come un sostituto dei beni di *consumo*.

Il risultato è che l'esistenza della moneta « libera » una parte del prodotto che sarebbe stato destinato al consumo, e lo rende disponibile per gli investimenti reali. La propensione al rispar-

(11) Questa esclusione è deliberatamente compiuta dal Tobin (art. cit. alla nota 3 precedente, p. 671) come prima delimitazione del problema.

(12) v. D. PATINKIN e D. LEVHARI: *The role of money in a simple growth model*, in « American economic review », set. 1968.

(13) v. J. TOBIN: *Notes on optimal monetary growth*, « Journal of political economy », lug.-ago. 1968.

mio aumenta: è una circostanza di cui bisogna tener conto agli effetti della intensità capitalistica della produzione.

Si tratta dell'effetto « volume complessivo » del risparmio, che Patinkin e Levhari contrappongono al semplice effetto « composizione » teorizzato dal Tobin. L'intensità capitalistica della produzione dipende naturalmente da entrambi gli effetti simultaneamente in azione. È stimolata a ridursi dall'effetto « composizione », ad accrescersi per l'effetto « volume complessivo ». Solo la loro reciproca prevalenza decide, a parità di altre condizioni, le variazioni nette dell'intensità capitalistica, e del corrispondente reddito *pro-capite*.

3.3. La trattazione dell'effetto « volume complessivo » del risparmio è diversa nell'analisi successiva del Tobin. Il tipo di utilità specificamente attribuibile alla moneta consisterebbe nel soddisfacimento dell'avversione al rischio degli operatori. La moneta e il capitale reale sono pur sempre sostituti reciproci, ma sostituti solo *imperfetti*.

Tobin osserva che gli operatori con forte *avversione* al rischio sono indotti ad una formazione di risparmio maggiore nell'ipotesi di esistenza di moneta che nell'ipotesi di sua assenza.

L'introduzione della moneta nel modello neoclassico, perciò, non altera soltanto la composizione del risparmio, ma anche il suo volume complessivo. Dato il tasso di incremento delle forze di lavoro, quest'ultimo impulso, in sé considerato, adduce ad un aumento dell'intensità capitalistica della produzione.

A ciò si oppone l'effetto « composizione », già teorizzato da Tobin. Tuttavia, la prevalenza o meno dei due effetti contrastanti è fatta dipendere, questa volta, dal comportamento degli operatori contraddistinti da una relativa *propensione* al rischio. Questi operatori sono gli intermediari finanziari. Nella misura in cui si mostrino capaci di incanalare il maggiore risparmio, formatosi presso gli avversi al rischio, verso gli investimenti reali, l'effetto « volume complessivo » del risparmio prevale (o meno) sull'effetto « composizione » (14).

3.4. L'introduzione della moneta — si può in breve concludere — può risolversi in effetti opposti sull'intensità capita-

---

(14) Si veda in differente versione di J.R. HICKS sul ruolo svolto dagli intermediari finanziari in *Capital and growth*, Oxford, 1965, pp. 286 e segg. (trad. it.: *Capitale e sviluppo*, Milano, 1971).

listica della produzione, a seconda che prevalgano le variazioni conseguenti ad una mutata composizione del risparmio o quelle ascrivibili alle modifiche della sua propensione. È intuitivo che una conclusione ispirata alla stessa *indeterminatezza* si estende, nelle analisi ora citate, anche agli effetti esercitati dalla politica monetaria: in particolare, dalla politica monetaria *inflazionistica*.

La possibilità di tenere attività in forma monetaria è di stimolo — lo si è visto — al risparmio. Se l'inflazione scoraggia il possesso di attività monetarie, è verosimile che non ne seguano mutamenti solo nella composizione del risparmio. L'inflazione può in qualche misura influenzare — ad esempio, attraverso l'effetto « ricchezza » (15) — la stessa propensione al risparmio della collettività.

È a questo proposito che sembra opportuno richiamare i risultati cui approdano più tradizionali modelli di analisi, di cui non sembra abbiano adeguatamente tenuto conto i modelli di tipo neoclassico. Si tratta dei modelli che lo Stein, in un saggio molto recente (16), denomina di tipo wicksell-keynesiano, usando una sigla che potrebbe tuttavia essere completata con la menzione di altri contributi, come quello schumpeteriano (17).

I contributi offerti da questi ulteriori modelli riguardano soprattutto quello che si è dianzi denominato l'effetto « volume complessivo » del risparmio. Vengono posti in rilievo, a questo proposito, i fenomeni del risparmio forzato e del risparmio esterno.

3.5. Osserva lo Stein che, quando si verifichi un eccesso degli investimenti rispetto ai risparmi programmati, gli investimenti programmati possono tradursi in effettivi a condizione che si verifichino congiuntamente o separatamente le seguenti eventualità:

— *primo*, un aumento *indotto* dei risparmi volontari, ottenuto a seguito di un maggior grado di utilizzazione delle risorse;

(15) Trattato ad esempio, con riferimento agli effetti dell'inflazione, da J. DUESENBERY: *Income-consumption relations and their implications*, in « Essays in honor of Alvin Hansen », New York, 1948, pp. 54-81.

(16) v. art. cit. alla nota (10).

(17) v. J. SCHUMPETER: *The theory of economic development*, Oxford, ed. 1911, pp. 109-111.

— *secondo*, formazione di un equivalente risparmio *forzato*;  
— ed *infine* (eventualità trascurata dallo Stein, verosimilmente nell'ipotesi che il sistema sia chiuso) un afflusso di risparmio estero, sotto forma di saldo commerciale passivo.

Per consentire all'analisi di concentrarsi sugli effetti dell'inflazione, si può supporre *dato* il grado di utilizzazione delle risorse. Accantonata conseguentemente l'eventualità di un risparmio volontario indotto che, come è noto, può prevenire la stessa insorgenza del processo inflazionistico, restano le altre due eventualità, il risparmio forzato ed il saldo negativo con l'estero.

Se l'inflazione adduce alla formazione di risparmio forzato, essa si mostra effettivamente capace di spingere l'intensità capitalistica della produzione su un livello maggiore rispetto a quello che essa assumerebbe in assenza di inflazione o con un'inflazione di minore intensità. La corrispondente compressione dei consumi accresce infatti le risorse reali disponibili per gli investimenti. Dato il tasso di incremento delle forze di lavoro, ne segue un aumento dell'intensità capitalistica della produzione.

3.6. *Tuttavia l'inflazione non adduce sempre a questo risultato. La formazione di risparmio forzato è un effetto ipotetico, ma non necessario dell'inflazione.*

Va ricordato, osserva Stein, che l'eccesso tra investimenti e risparmi rappresenta solo un'espressione sintetica che raffigura in realtà l'esistenza di un'insufficienza dell'offerta rispetto alla domanda *sia* di consumo *sia* di investimento. Questa situazione non si risolve necessariamente nella formazione di un risparmio forzato esattamente sufficiente a realizzare gli investimenti programmati.

Ciò può verificarsi se, nella situazione di eccesso generalizzato della domanda, siano pro-quota sacrificati *esclusivamente* i consumi programmati. Ma può accadere che risulti sacrificata una frazione sia dei consumi sia degli investimenti programmati (con un risparmio forzato positivo, ma inferiore all'eccesso degli investimenti programmati); o semplicemente che i consumi effettivi siano del tutto equivalenti a quelli programmati (con la conseguenza di un risparmio forzato nullo). In quest'ultimo caso l'inflazione si risolve in una contrazione dell'intensità capitalistica della produzione.

L'espansione dei consumi assorbe infatti una parte delle risorse reali che sarebbero state disponibili per gli investimenti qualora la pressione inflazionistica non si fosse verificata, o fosse stata meno intensa.

3.7. Con la sommarietà del caso, resta da esaminare l'altra eventualità, rappresentata da un afflusso netto di risparmio estero, sotto forma di saldo passivo della bilancia commerciale.

Non si può respingere l'ipotesi che questo fenomeno possa occasionalmente favorire un aumento dell'intensità capitalistica della produzione. Ma altro è chiedersi se questo aumento possa considerarsi stabile. È infatti estraneo alla logica economica (dovrebbe cioè essere spiegato in base a valutazioni extra economiche) che uno squilibrio commerciale con l'estero costituisca un *sistematico* o persistente metodo di copertura reale dell'eccesso degli investimenti.

Per ammettere che l'inflazione possa determinare per il tramite ora detto un aumento dell'intensità capitalistica di *equilibrio* — tale cioè da rigenerarsi continuamente, senza ulteriori variazioni — sembrerebbero necessarie talune ipotesi particolari.

L'aumento originario dell'intensità capitalistica dovrebbe cioè promuovere — attraverso l'espansione del corrispondente prodotto medio — un aumento del risparmio che soddisfi due condizioni. Da un lato, esso dovrebbe permettere di attrezzare le nuove forze di lavoro con lo stesso *stock* medio di capitale inizialmente conseguito grazie al risparmio estero. Dall'altro, esso dovrebbe permettere di riequilibrare la bilancia con l'estero del paese. Senza di ciò, una volta decaduta la propensione dell'estero ad elargire risorse all'economia inflazionistica, l'intensità capitalistica raggiunta non sarebbe ulteriormente sostenibile (18).

Queste sono in sintesi le indicazioni desumibili dall'impiego di modelli diversi da quelli di tipo neo-classico. Non si tratta di indicazioni trascurabili. Esse riecheggiano una tematica — la pressione dei consumi e la sorte degli investimenti in una fase inflazionistica, il « lancinante » problema degli squilibri con l'estero — che sembra riflettere i problemi concreti suscitati dall'inflazione contemporanea molto più fedelmente di quanto se ne mostri capace l'analisi di tipo neo-classico. Inoltre, questa mo-

(18) Si tratta del problema principale sollevato nei paesi in via di sviluppo dalla concessione di prestiti esteri.

dellistica di ispirazione più tradizionale si mostra idonea ad una precisa configurazione delle condizioni *particolari* in presenza delle quali l'inflazione può accrescere l'intensità capitalistica della produzione, e può farlo in maniera stabile.

#### 4. *Il ruolo della « struttura » dell'offerta.*

4.1. L'adozione di una funzione aggregata della produzione costituisce uno dei presupposti fondamentali dei modelli neo-classici ad un settore, e delle corrispondenti analisi sull'influenza della moneta e della politica monetaria.

Questo presupposto suscita numerose perplessità. Basterebbe richiamare le critiche espresse dalla letteratura economica, in sede di verifica della teoria neo-classica della produzione e della distribuzione, in rapporto alla discussa consistenza del concetto di capitale aggregato ed alla connessa nozione di intensità capitalistica globale.

Ma perplessità di altro genere sembrano giustificate dall'uso della funzione aggregata di produzione in un'analisi che si proponga di indagare gli effetti di una politica monetaria *inflazionistica*. Si tratta infatti di un procedimento che tende ad oscurare le conseguenze esercitate dall'inflazione sulla efficienza produttiva dei sistemi economici.

Gli effetti dirompendi di una sostenuta inflazione sulla efficienza produttiva dei sistemi — posti in risalto dalla vasta quanto autorevole letteratura tradizionale sulla teoria dell'inflazione — non sono facilmente valutabili con modelli *ad un settore*. Essi si annidano infatti nelle distorsioni provocate dall'inflazione nel processo di allocazione delle risorse tra i *diversi* settori del sistema.

4.2. Sembra significativo che Patinkin e Levhari (19), per esaminare le conseguenze dell'inflazione sull'efficienza dell'economia, nelle condizioni limitative determinate dall'esistenza di una funzione unisetoriale della produzione, siano stati costretti ad introdurre una ipotesi molto particolare sulla natura della moneta. I due autori hanno suggerito di considerare la moneta come un « bene del produttore », nel senso che la sua esistenza per-

---

(19) v. art. cit., p. 737 e segg.

metterebbe di economizzare risorse di lavoro e di capitale che verrebbero altrimenti impiegate per le esigenze della circolazione dei beni.

Questa ipotesi equivale all'assunzione che la moneta possa essere trattata in modo analogo ad un qualsiasi « input » produttivo. Un aumento del tasso di inflazione deprimerebbe la domanda di moneta da parte del settore produttivo, e comprimerebbe pertanto il volume del prodotto conseguibile per ogni eguale impiego dei fattori lavoro e capitale. Questo effetto, in sé considerato, adduce ad una diminuzione del risparmio disponibile per gli investimenti reali, e quindi ad un declino dell'intensità capitalistica della produzione.

Tuttavia, se l'introduzione della moneta in un sistema che ne sia, per ipotesi, originariamente privo, può essere considerata fattore di efficienza, non sembra realistico supporre che le variazioni della moneta possano continuare ad esercitare un effetto del genere in un sistema già munito di un'elaborata organizzazione monetaria e creditizia. Non sembra cioè che, in un sistema siffatto, aumenti o diminuzioni al margine della moneta esistente possano provocare economie o diseconomie nell'impiego dei fattori per la circolazione dei beni. Se esistono « istituzioni finanziarie sviluppate, un aumento delle *real balances* non libera alcun apprezzabile ammontare di risorse » (20).

L'ipotesi di Patinkin e Levhari è dunque discutibile, ma occorre riconoscere le difficoltà che si oppongono all'analisi degli effetti dell'inflazione sulla efficienza dei sistemi produttivi nei modelli ad un settore. Le conseguenze negative esercitate dalla inflazione sul processo di allocazione delle risorse, e quindi sul prodotto totale conseguibile per ogni eguale *input* di fattori, sul risparmio disponibile per gli investimenti reali, ed infine sul livello dell'intensità capitalistica, potrebbero essere oggetto di una analisi più realistica, qualora si abbandonasse il presupposto di una funzione unisettoriale di produzione.

4.3. Va detto che questa osservazione può essere estesa alla maggior parte degli schemi teorici di riferimento impiegati per la trattazione dei fenomeni monetari. Il metodo aggregativo di analisi non è certo esclusivo dei modelli di tipo neo-classico, ma

---

(20) v. J.L. STEIN, art. cit. p. 90.

è comune alla tradizione quantitativistica ed a quella keynesiana, nelle loro versioni lontane o recenti. L'offerta di beni vi viene trattata preferibilmente come un aggregato, nella forma appunto di offerta *globale*.

Questa metodologia non determina inconvenienti apprezzabili se applicata all'analisi di breve periodo, e cioè con riferimento ad un orizzonte temporale nel quale si può ritenere, o si può presumere per ipotesi, che la struttura dell'offerta globale resti pressoché invariata. Ma non è così nelle analisi dello sviluppo di medio e lungo periodo, poiché in questo caso i mutamenti nella struttura dell'offerta costituiscono un elemento fondamentale della fenomenologia osservata.

Un'analisi di tipo settoriale, o comunque disaggregata, può fornire in questo contesto di problemi indicazioni di rilevante interesse. A titolo puramente orientativo, ci sembra di poterne suggerire lo sviluppo attraverso il seguente procedimento logico.

4.4. Il punto di partenza potrebbe consistere nell'osservazione secondo cui esistono *divari nel fabbisogno di liquidità avvertito dai diversi settori o dalle varie industrie del sistema economico*.

Questi divari, e le ragioni che li motivano, sono stati posti in risalto da un corpo ormai consistente di indagini empiriche.

Essi dipendono, ad esempio, dal diverso tipo di tecnologia prevalentemente adottato, e dal diverso tipo di progresso tecnico prevalentemente sperimentato, dai singoli settori o dalle singole industrie che compongono il sistema. Si riconducono alla diversa durata del processo produttivo, alla diversa proporzione tra costi fissi e variabili, alla diversa dinamica del saggio dei salari rispetto a quello della produttività del lavoro, denunciati dai singoli aggregati produttivi. Sono, ancora, espressione della varia irregolarità dell'andamento della produzione e delle vendite, del diverso coefficiente di rischio insito nelle iniziative di investimento, della diversa dimensione ottimale o semplicemente media delle imprese, che si rilevano in ciascun settore o industria del sistema.

La frammentarietà delle indicazioni che ci provengono in proposito dalla letteratura economica — ad esempio dalla seconda parte del Trattato di Keynes, dall'opera sul credito di Schumpeter, dalle indagini settoriali di Selden e di Meltzer, dai

confronti della struttura finanziaria delle imprese di Lutz (21) e così seguitando — non dovrebbero trarre in inganno sulla loro imponenza. Può considerarsi come un dato acquisito quello dell'esistenza di molteplici fattori che rendono diversa la domanda di liquidità da parte dei vari aggregati produttivi che determinano l'offerta globale di beni.

4.5. Il secondo *passo* dell'analisi potrebbe consistere nella dimostrazione dell'influenza esercitata dalla politica monetaria sulla composizione del prodotto globale per settori o per industrie. Si vuol fare riferimento con ciò non tanto all'influenza, di per sé evidente, della politica monetaria di tipo « qualitativo », ossia diversificata per settori od industrie, ma anche a quella della politica meramente « quantitativa ».

Se si ammette infatti che il fabbisogno di liquidità è *diverso* per i vari settori od industrie dell'economia, dovrà anche logicamente riconoscersi che una politica monetaria che si limiti ad imprimere determinate variazioni all'offerta complessiva di moneta necessariamente suscita, a sua volta, effetti *diversificati* sulla produzione di quelle industrie o settori (22). Se assumesse obiettivi restrittivi, non eserciterebbe eguali freni sull'assieme di essi, ma penalizzerebbe in maggiore misura le unità o gli aggregati produttivi contraddistinti da una maggiore domanda di liquidità. Per la stessa ragione, qualora assumesse connotati espansivi, non inculcherebbe stimoli di eguale intensità sui vari settori o industrie del sistema (23).

4.6. La politica monetaria incide quindi sulla struttura della offerta globale. Il *terzo* passo dell'analisi potrebbe consi-

(21) v. J.M. KEYNES: *Trattato della moneta*, parte II, pp. 141-147 dell'ed. it. del 1932; T. SELDEN: *The postwar rise in the velocity of money: a sectorial analysis*, in «The journal of finance», 1961; L. A. MELTZER: *The demand of money*, in «Journal of political economy» giu. 1963; F. LUTZ: *Corporate cash balances*, in «Nber», 1945. Altri riferimenti bibliografici si trovano nei saggi citati alle successive note (22) e (23).

(22) Si tratta di un aspetto di quella « asimmetria » generale su cui ha da tempo richiamato l'attenzione il Perroux: si veda da ultima la sua relazione « *La componente monetaria dell'inflazione* » al Convegno dedicato a « *L'inflazione negli anni '60* », indetto dalla Cassa di risparmio di Roma, giu. 1971. Si veda anche R. ZANELETTI: *Inflazione e interrelazione tra mercati*, Milano, 1969.

(23) Sia consentito il rinvio ad un mio intervento (*Struttura dell'offerta, fabbisogno di liquidità e politica monetaria*) al Convegno di Studi sulle politiche monetarie e creditizie per lo sviluppo economico, Cà Foscari, apr. 1970, pubblicato negli Atti del convegno, Padova, 1970, pp. 221 e segg.

stere nella dimostrazione che, attraverso tale influenza, essa modifica anche l'intensità dello sviluppo complessivo dell'economia.

La teoria dello sviluppo offre adeguate indicazioni a questo proposito. Essa mostra che dalla struttura dell'offerta globale dipendono fenomeni quali il tasso di accumulazione complessiva ed il tasso di introduzione del progresso tecnico, che sono tra le determinanti fondamentali dello sviluppo di lungo periodo dell'economia. Non a caso la teoria dello sviluppo è in buona parte incentrata sugli effetti derivanti dal diverso contributo recato dai tre principali settori, e nell'ambito di ciascuno di essi, dalle rispettive componenti interne, al prodotto di economie a diverso stadio di sviluppo.

È a questo punto che potrebbe emergere una prima sintesi delle indicazioni affioranti dai suddetti tre momenti dell'analisi. Se i singoli settori o industrie del sistema sono contraddistinti da un diverso fabbisogno di liquidità, ne segue che una politica monetaria di tipo « quantitativo » esercita sull'andamento della loro produzione effetti diversificati. Se questi effetti diversificati esistono, ne segue che questo tipo di politica monetaria tende a modificare la struttura dell'offerta globale. Se la struttura dell'offerta globale incide sulla stessa intensità dello sviluppo complessivo del sistema, ne segue che, contrariamente ad un'opinione ricorrente, anche la politica monetaria meramente « quantitativa » è tutt'altro che neutrale agli effetti dello sviluppo del sistema.

Gli argomenti che un'analisi di tipo settoriale, o comunque disaggregata, offrirebbe per una simile tesi, e dei quali si è qui proposta una raffigurazione solo schematica, non possono essere contemplati dai modelli ad un settore. È un'altra prova dell'opportunità di integrare con altre modellistiche l'analisi di tipo neoclassico circa gli effetti della moneta e della politica monetaria sullo sviluppo di lungo andare dell'economia.

## 5. *Il ruolo delle strategie « complementari ».*

5.1. È stata più volte rilevata dagli economisti la particolare astrattezza delle ipotesi assunte da numerose analisi monetarie a proposito dei modi in cui la moneta entra nell'econo-

mia (24). La moneta piove spesso dal cielo, oppure, come nei modelli di tipo « neoclassico », è creata per il finanziamento dei trasferimenti di reddito effettuati dallo stato (i cosiddetti « gifts » o donativi di cui parla lo Hahn) (25). Inoltre, si ipotizza di frequente, nelle analisi sugli effetti della politica monetaria, che i centri preposti al governo della liquidità siano gli unici centri di intervento sottoposti ad osservazione.

Nella realtà, la causa principale delle variazioni dell'offerta di moneta determinate dalle autorità monetarie risiede nel perseguimento di obiettivi di breve periodo, quali la stabilità dei prezzi, la piena occupazione, l'equilibrio con l'estero. Inoltre, questi obiettivi sono perseguibili, oltre che con la politica monetaria, con il contributo (effettivo o virtuale, sistematico od episodico) di altre strategie, come la politica fiscale, la politica degli investimenti pubblici, la politica dei cambi, e così seguitando.

Entrambe queste circostanze sono contemplate dalle modellistiche del tipo econometrico, come quelle famose elaborate dal Tinbergen, e come quelle più recenti sulle « funzioni di reazione delle autorità monetarie » (26). Esse si contrappongono nettamente, sia alla ipotesi della moneta « pioggia », della moneta « dono », o ipotesi consimili, sia alla ipotesi delle autorità monetarie come « monopolio di intervento ».

Quantunque possano apparire irreali e persino arbitrarie (27), queste ipotesi sono state talora dettate da precise esigenze metodologiche. Si può supporre che l'offerta di moneta si adegui agli obiettivi perseguiti nel breve periodo, solo quando si possano dare per scontati i possibili effetti di breve periodo

(24) Un intero paragrafo, dal titolo *How money enters into economy*, è dedicato a questo problema dallo STEIN nel saggio citato (1970).

(25) v. art. cit., p. 173.

(26) v. W. G. DEWALD e H. J. JOHNSON: *An objective analysis of the objectives of american monetary policy, 1952-1961*, in « Banking and monetary studies », Home-wood, 1967; W. R. HOSK: « *Macroeconomic models with a behaviour money supply function* », in « Journal of Finance », mar. 1969 (sommario). Si veda, con riferimento alla realtà italiana, il tentativo svolto da P. RANUZZI DE BIANCHI: *La funzione delle preferenze delle autorità monetarie in Italia*, in « Moneta e credito », giu. 1971.

(27) D. PATINKIN e D. LEVIHARI, art. cit., p. 748 e segg., osservano ad esempio che gli effetti esaminati dai modelli di tipo neo-classico risulterebbero diversi qualora, anziché supporre che le attività monetarie finanzino trasferimenti di reddito da parte dello stato, se ne ipotizzasse la destinazione a spese nette di consumo pubblico o di investimento pubblico. Si può notare l'analogia tra questo argomento e quello sollevato dall'Einaudi a proposito degli effetti dell'imposizione sul saggio d'interesse (*Saggi sul risparmio e l'imposta*, Torino, 1958, p. 170 e segg.).

delle variazioni dell'offerta di moneta. Ma per le teorie rivolte ad acclarare proprio questo tipo di effetti, tale procedimento sarebbe equivalso ad una petizione di principio, ad un'analisi circolare: di qui, il ricorso ad ipotesi che appaiono *a posteriori* molto astratte circa il processo di formazione dell'offerta di moneta. Quanto all'ipotesi delle autorità monetarie come unici centri di intervento, essa risponde ad intenti semplificatori: all'intento di isolare l'influenza specifica della politica monetaria da quella di ogni altra strumentazione.

Ma non si commette petizione di principio (e si guadagna in fatto di realismo) se in un'analisi rivolta ad accertare gli effetti sullo sviluppo *di lungo periodo* esercitati dalle variazioni dell'offerta di moneta, si assume che essa vari in relazione agli obiettivi *di breve periodo* della politica monetaria. E si esaminano aspetti altrimenti oscurati (oltre che guadagnare qualche altro punto in fatto di realismo), se si contempla l'azione delle politiche di intervento « complementari » rispetto a quella monetaria.

5.2. Nella logica dei modelli econometrici che si sono richiamati, l'offerta di moneta risulta determinata, a parità di altre condizioni, dagli obiettivi di breve periodo che s'intendono perseguire, e dal contributo simultaneamente recato alla loro realizzazione da altre strategie di regolazione dell'economia. Eguali obiettivi in termini di livello dei prezzi, di occupazione e di saldo con l'estero possono essere infatti realizzati con *alternativi dosaggi* degli interventi monetari e degli strumenti « complementari » di intervento.

Ma di regola, *a seconda del dosaggio prescelto, sono diversi i valori assunti da quelle variabili reali del sistema che maggiormente incidono sulle caratteristiche del suo sviluppo di lungo periodo*. Si tratta di un risultato ormai acquisito dagli economisti, specialmente con riferimento agli effetti esercitati dalla adozione di una strategia composita di interventi in funzione *restrittiva* della domanda globale.

Una eguale riduzione della domanda globale potrebbe essere ottenuta — si è rilevato più volte — con un maggiore ricorso alla politica fiscale oppure con un maggiore impiego della politica monetaria. Mentre la politica fiscale può comprimere i consumi, la politica monetaria colpisce soprattutto gli investimenti.

Ne segue che una strategia restrittiva in cui prevalga la politica monetaria è meno favorevole alla regolarità e all'intensità con cui procede l'accumulazione di capitale (28). (Questa tesi può essere ridimensionata, ma non integralmente respinta, sulla base del principio di accelerazione, ossia ricordando che una flessione dei consumi può promuovere un'analoga tendenza anche per gli investimenti).

Una tesi analoga è emersa dal recente dibattito sul problema dell'equilibrio economico internazionale, ed in ispecie sulle conseguenze di un regime di cambi rigidi. Questo regime configura una situazione in cui la manovra dei cambi non può contribuire, o non può farlo che in maniera trascurabile, al riequilibrio di una bilancia passiva. Ne consegue che l'inflazione esige dalla politica monetaria interventi restrittivi più massicci, e quindi più limitativi nei confronti degli investimenti, in un regime di cambi rigidi che in un regime di cambi flessibili (29).

5.3. Da ultimo, si possono ricordare gli effetti di alternative combinazioni della politica monetaria e della politica degli investimenti pubblici. Se si suppone dato il risparmio *ex-ante*, sono possibili diverse combinazioni della politica monetaria e della politica degli investimenti pubblici per realizzare l'equilibrio tra risparmi ed investimenti totali. Quest'equilibrio è conseguibile mediante:

a) una *maggiore* creazione di liquidità, cui seguono più bassi saggi d'interesse, che provocano maggiori investimenti privati, che autorizzano *minori* investimenti pubblici;

b) oppure, mediante una *minore* creazione di liquidità, più alti saggi d'interesse, minori investimenti privati e perciò *maggiori* investimenti pubblici.

(28) Per la stessa ragione una politica di sostegno della domanda è più favorevole all'accumulazione di capitale se ottenuta con una politica monetaria espansiva anziché attraverso riduzioni fiscali. La consapevolezza di questi diversi effetti delle due principali strategie riequilibratrici sembra gradualmente filtrare dal mondo accademico in quello della politica concreta: si veda J. TOBIN: *La rivoluzione intellettuale in fatto di decisioni di politica economica negli Stati Uniti*, in « Reddito nazionale e politica economica », Bologna, 1971, pp. 240 e segg.

(29) In concreto, la proposta che ha raccolto maggiori consensi riguarda l'estensione dei margini di oscillazione dei cambi attorno alla parità. Si vedano, tra gli altri, G. N. HALM: *The band proposal: the limits of permissible exchange rate variation*, in « Special papers in international economics », Princeton 1965; F. MACHLUP: *On terms, theories and strategies in the discussion of greater flexibility of exchange rates*, in « Bnl Quarterly review », mar. 1970.

Ma la struttura dell'accumulazione complessiva — che è una delle determinanti sia delle caratteristiche sia dell'intensità dello sviluppo di lungo periodo dell'economia — è diversa nei due casi anzidetti: è una composizione accentuatamente privata nel primo di essi, accentuatamente pubblica nel secondo (30).

Le esemplificazioni potrebbero continuare, se non fossero già sufficienti ad accreditare la tesi generale che si intendeva esporre. Alternative offerte di moneta influenzano i valori delle variabili che determinano la regolarità, l'intensità, la struttura del processo di accumulazione. Se ne deduce che la politica monetaria (e con essa le strategie « complementari »), pur impegnata prevalentemente in obiettivi di breve periodo, esercita rilevanti effetti, e non è dunque neutrale, rispetto allo sviluppo di lungo periodo del sistema.

## 6. Conclusioni.

La rassegna che si è compiuta dei possibili effetti della politica monetaria sullo sviluppo di lungo periodo delle economie sembra dimostrare la necessità di avvalersi, per una più adeguata rappresentazione del problema, di molteplici metodi di analisi: quello dei modelli di sviluppo di tipo neo-classico, ma anche quello wicksell-keynesiano; il metodo settoriale, ma anche i più recenti approcci di tipo econometrico.

Gli effetti anzidetti, quali risultano dall'assieme di queste analisi, sono numerosi e non di rado contrastanti. L'effetto « composizione » del risparmio, posto in luce dai primi modelli di tipo neoclassico, è intersecato dall'effetto « volume complessivo » del risparmio che a sua volta si compone di un possibile « effetto ricchezza », dell'effetto risparmio « forzato » e risparmio « esterno ».

Vanno simultaneamente considerati gli effetti esercitati dalla politica monetaria più o meno espansiva sulla « efficienza » produttiva del sistema, e sulla « struttura » settoriale della produzione. Ed infine è importante l'effetto ascrivibile al ruolo più o meno attivo delle strategie di intervento « complementari » rispetto a quella monetaria, e che concorrono a determinarne l'influenza sul processo di accumulazione del capitale.

---

(30) Sia permesso rinviare al mio saggio *Quota pubblica dell'accumulazione e saggio d'interesse di piena occupazione*, in « Rivista di politica economica », ago.-set. 1970.

Si è più volte dovuto constatare che, a causa del carattere talora contrastante, talaltra solo eventuale di queste ripercussioni, la direzione prevalente degli effetti esercitati dalla politica monetaria sulle caratteristiche e sull'intensità del processo di sviluppo non è generalizzabile *a priori*. Ove fosse possibile presumere che tali effetti si neutralizzino perfettamente a vicenda, sarebbe dato desumerne *nuovi* argomenti a credito della neutralità della moneta (31).

Ma, sebbene resti *a priori* indeterminata la direzione prevalente di quegli effetti, non vi sono ragioni generali per supporre che essi debbano neutralizzarsi sistematicamente a vicenda. La neutralità della politica monetaria, come risultato di una compensazione reciproca tra i molteplici effetti che si sono descritti, sembra configurare soltanto un caso limite tra i vari possibili. L'accertamento degli influssi predominanti esercitati dalla politica monetaria, con riguardo a singole situazioni concrete, dovrebbe costituire incombenza propria delle moderne tecniche di economia applicata, che tengano simultaneamente conto delle varie iterazioni illustrate dagli schemi analitici dianzi richiamati.

L'esigenza operativa che ne discende merita di essere posta in rilievo. Una politica monetaria ispirata prevalentemente od esclusivamente dagli obiettivi di breve periodo, rischia di rivelarsi scarsamente coerente rispetto alla politica economica generale del paese quando, come è nella generalità dei casi, quest'ultima si prefigga anche obiettivi di sviluppo nel lungo andare. Onde evitare una simile eventualità, occorrerebbe che nella graduatoria delle priorità che costituisce la matrice della condotta dei centri monetari, entrasse quale parte integrante la considerazione degli obiettivi di sviluppo di lungo periodo del sistema.

---

(31) Argomenti « nuovi » nel senso che sarebbero disancorati dalle ipotesi su cui si basa la teoria tradizionale della neutralità della moneta: si veda la nota (1).