



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

Corso di Laurea triennale in Economia e Management

A.A. 2014/ 2015

TESI DI LAUREA IN METODOLOGIA DELLE SCIENZE SOCIALI

## **Hayek e la critica del nazionalismo economico**

RELATORE: Chiar.mo Prof. Lorenzo Infantino

CANDIDATA: Chiara

Caldiero

MATR.: 175391

# INDICE

1. I sistemi monetari nazionali.....	5
2. La funzione e il meccanismo dei flussi internazionali di moneta .....	12
3. Monete indipendenti .....	23
4. Movimenti internazionali di capitale .....	32
5. I problemi di una misura di valore realmente internazionale .....	40
6. Riflessioni conclusive.....	52

## INTRODUZIONE

*“Credo che, dopo un po' di socialismo, la gente riconosca generalmente che è preferibile, per il proprio benessere e relativo status, dipendere dall'esito del gioco del mercato piuttosto che dalla volontà di un superiore al quale si sia assegnati d'autorità.”*

*Friedrich von Hayek*

Il mio elaborato espone 5 lezioni tenute dal liberale e Premio Nobel per l'economia Friedrich A. von Hayek. Egli fu invitato presso l'Institut des Hautes études Internationales di Ginevra nel 1937 da Paul Mantoux e William E. Rappard e suddette lezioni furono poi pubblicate

poco dopo in un libricino intitolato *Monetary Nationalism and International Stability*. Sistemi monetari internazionali, funzione e meccanismo dei flussi internazionali di moneta, monete indipendenti, movimenti internazionali di capitale e problemi di una misura di valore realmente internazionale: sono questi gli argomenti che ha voluto affrontare necessariamente. Nella sua esposizione si può riscontrare l'influenza di Menger nella convinzione che se prodotta dagli scambi allora la moneta è al servizio del mercato, il quale può considerarsi tale soltanto dal momento in cui sia illimitato ed aperto. Mentre il suo ideale agli inizi degli anni trenta è ancora quella secondo cui una politica monetaria razionale può essere adempiuta esclusivamente da una autorità internazionale oppure attraverso la collaborazione delle diverse autorità nazionali, il significato della sua riflessione rispecchia tutt'altro. Per questo negli anni successivi, contrariamente alla moneta unica proporrà una politica di valute concorrenziale. Hayek, nelle sue lezioni critica il nazionalismo monetario e partendo da Keynes afferma che egli ha prima colpito la disciplina monetaria del *gold standard*, poi quella del pareggio di bilancio e infine quella commerciale consigliando di adottare delle misure protezionistiche. Il crescente volume della attività finanziarie che portano conseguentemente ad una contrazione del credito sono la vera e propria debolezza del *gold standard*. Egli considera necessario diminuire l'interdipendenza delle diverse economie affidando completamente alle banche centrali il

compito di manipolare la moneta dello stato. Mentre Keynes ha l'illusione che il nazionalismo non abbia conseguenze negative in termini conflittuali, Hayek mantiene invece la sua posizione di liberalista in cui autarchia e dirigismo portino dirette alla guerra.

Le sue lezioni rappresentano una teorica riflessione che si collega alla critica all'attivismo sovranazionale e porta ad una competizione monetaria. Inoltre appoggia le idee di Lionel Robbins che si muovevano sull'assunto che un mercato mondiale dovesse avere un mondiale governo. Contrasta però la tesi di Milton Friedman, che voleva un'espansione dell'ammontare di denaro proporzionale alla crescita, proponendo una scelta, tra gli attori economici, delle monete esistenti sul mercato. Infatti è convinto del fatto che per ogni nazione sarebbe conveniente la circolazione di monete straniere oppure la creazione di nuove da parte dei privati.

La sua è dunque una critica contro la moneta unica a favore del mercato globale.

## **1. I sistemi monetari nazionali**

“Nazionalismo monetario”: è questo il nome attribuito da Hayek ad una diffusa dottrina condivisa dai più accreditati economisti del tempo che, se si fosse rivelata maggioritaria, non avrebbe lasciato la possibilità di ripristinare le relazioni economiche internazionali.

Considerata l'influenza che il nazionalismo monetario ha avuto aggravando la grande depressione, Hayek è convinto di vedere affermarsi questa dottrina negli anni successivi e quindi di vedere posticipato, a un tempo indeterminato, il ripristino di un vero sistema monetario internazionale. Ciò implica un recupero del *gold standard* e conseguentemente il suo immediato collasso. La sua critica non attiene alle ragioni per le quali il sistema non svolge i compiti cui era stato ideato, riguarda invece il considerare e discutere soltanto quelle alternative che, tuttavia, escludono quello che è un solido principio, ovvero il gold standard.

Hayek è convinto che coloro i quali difendono il nazionalismo monetario credano che un sistema di monete nazionali indipendenti diminuirà invece che aumentare la mole delle cause di attrito economico internazionale, convinti del fatto che se fosse attribuito a tutte le politiche monetarie nazionali porterebbe benessere nel lungo periodo. Gli economisti hanno opinioni contrastanti riguardo le conseguenze di diversi sistemi monetari e dunque, ogni questione suggerita, deve affrontare questioni di generale teoria prima di raggiungere una definitiva conclusione.

“Per nazionalismo monetario intendo la dottrina secondo cui la partecipazione di ciascun paese all'offerta mondiale di moneta non deve essere determinata dagli stessi principi e dagli stessi meccanismi che determinano quali sono le quantità relative di moneta

nelle differenti regioni e località della stessa nazione. Per sistema monetario internazionale<sup>1</sup> intendo quello in cui l'intero pianeta ha una moneta omogenea, che come quella che circola all'interno di ciascun Paese preso separatamente e dove i flussi monetari fra le regioni sono il risultato dell'azione di ogni singolo attore.”

Hayek dunque non ritiene il *gold standard* di pari accordo con tale dottrina e questo considera essere il suo più grave difetto.

“Il nazionalismo monetario considera come diverse le relazioni fra piccole aree limitrofe rispetto a quelle intercorrenti fra regioni più grandi o nazioni; e questa differenza giustifica o richiede l'esistenza di differenti sistemi monetari.”<sup>2</sup>

Analizzando un'ipotesi in cui esistano soltanto due Paesi e che vengano scambiate soltanto due tipologie di monete fatte con lo stesso metallo, liberamente scambiabili e gratuite, non importa che queste siano chiamate allo stesso modo nei due Paesi non essendo discriminante tra i sistemi monetari delle due nazioni.

Partendo da ciò, Hayek segue la tradizione ed essendo d'accordo, afferma che la maggior parte degli economisti classici si basi sulla convinzione di una moneta puramente metallica ritenendo questa di grande utilità. Questa assunzione deriva dal fatto che i sistemi monetari “misti” potessero operare come un sistema complesso grazie alla moneta puramente metallica, sebbene con la Bank Act del

---

<sup>1</sup>F. A. VON HAYEK, *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 49.

<sup>2</sup> Ivi, pag 50.

1844 l'ammontare complessivo di moneta fosse individuato prettamente in questo modo: il che ha ostacolato la corretta interpretazione del funzionamento del sistema misto.

La difesa di un sistema monetario nazionale si fonda sulla stretta relazione fra prezzi interni (in particolare i salari) che si collocano in alto e in basso rispetto ai salari degli altri paesi.

Per evitare dunque questo innalzamento e abbassamento frequente dei prezzi bisogna controllare la quantità di moneta in modo da mantenere stabile il livello generale dei prezzi.

Nel caso dunque di un sistema monetario internazionale omogeneo, la moneta può essere utilizzata sia nel pagamento di un paese sia nel pagamento dell'altro e quindi può essere così convertita nell'altra moneta. Il *gold standard* internazionale è l'unico sistema che può soddisfare questo schema. Ideato così nella sua forma più pura si discosta dal reale *gold standard*. Il Bank Act progettò un modello misto, nel 1844, che prevedesse la circolazione dell'oro e di altre monete capaci di agire come se l'ammontare di circolante potesse variare di modo che l'oro fosse l'unico in circolo.

Poi ci fu il sistema che prevedeva una moneta puramente metallica che circolasse come unica.

La nascita delle banche ha stravolto tutto: non esisteva più un solo tipo di moneta, ogni paese ha ottenuto una sua gerarchia di moneta organizzata con una struttura definita. Un "vero" sistema monetario.

“La graduale crescita delle abitudini bancarie, la pratica cioè di tenere attività liquide sotto forma di saldi di conto corrente su cui emettere degli assegni, ha significato che un numero sempre maggiore di persone hanno accettato di avere una forma di mezzo di circolazione che avrebbe potuto essere usata direttamente solo per effettuare pagamenti verso controparti che utilizzavano la stessa banca”.<sup>3</sup>

Oltre a questi, gli altri pagamenti venivano affidati alla banca che avrebbe dovuto convertire i depositi in una forma monetaria accettata in scenari più ampi detenendo una riserva liquida diffusamente accettabile.

Gli abitanti di ogni paese hanno iniziato a dipendere dalla stessa mole di attività liquide tenute insieme come “riserva nazionale” (un esempio di centralizzazione).

“In realtà, anche in assenza di una banca centrale e di un sistema bancario caratterizzato da una rete di filiali che dipendono da una casa-madre centrale, il fatto che un Paese abbia normalmente un solo centro finanziario, dov'è la borsa o dove passa o è finanziata la maggior parte del suo commercio estero, basta a far sì che le banche di quel luogo detengano una vasta parte delle riserve di tutte le banche del Paese. La vicinanza della borsa le mette nella posizione di

---

<sup>3</sup> F. A. VON HAYEK, *Nazionalismo monetario e stabilità internazionale*, Rubettino Editore, 2015, pag. 54.

impiegare profittevolmente le riserve in quella che a ogni singola banca sembra essere una forma di investimento altamente liquida.

E il maggior volume di transazione sui mercati internazionali effettuate fa sì che le banche periferiche facciano affidamento sui loro corrispondenti operanti nel centro finanziario per ottenere la valuta estera di cui possono aver bisogno nello svolgimento dei loro affari.”<sup>4</sup>

Prima della nascita della Federal Reserve nel 1913 in USA si era sviluppato un sistema di riserve nazionali a cui si affidavano le piccole banche come similmente era accaduto in Gran Bretagna prima che le banche potessero costituirsi come società per azioni.

Un numero limitato di grandi banche sotto forma di spa e con molte filiali ha sostituito un sistema di piccole banche indipendenti e meglio ancora è stata anteposta alle altre un'unica banca centrale che possiede l'ultima riserva liquida.

Passo dopo passo questo sistema si è evoluto, è quello che per noi oggi è considerato universale.

“Questo sistema si traduce nel fatto che in modo artificiale, sono state create addizionali distinzioni di accettabilità o liquidità fra tre tipi principali di moneta e che il compito di mantenere una parte sufficiente delle attività in forma liquida è stato diviso fra soggetti diversi. L'uomo comune può detenere solo un tipo di moneta, che può essere utilizzata direttamente solo per i pagamenti effettuati nei

---

<sup>4</sup> F. A. VON HAYEK, *Nazionalismo Monetario e Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag.55-56.

confronti dei clienti della stessa banca; egli fa affidamento sull'assunto che la sua banca mantenga una riserva che possa essere usata per altri tipi di pagamento. A loro volta, le banche commerciali, detengono solo riserve di quel tipo di moneta che è più liquido o più ampiamente accettato, poiché può essere usato per i pagamenti interbancari interni.”<sup>5</sup>

Per i pagamenti all'estero le banche contano sulla banca centrale. Hayek attribuisce a tutto ciò il nome di “sistema della riserva nazionale.

Vuole poi sottolineare che i depositi bancari non avrebbero raggiunto un così preponderante posizionamento fra i differenti strumenti di circolazione. Infatti all'esistenza di un organo differente e superiore rispetto a tutti gli altri si deve, in situazione di difficoltà, la facoltà di stampare una quantità di moneta necessaria per accontentare il fabbisogno del soggetto pubblico; il “sistema della riserva nazionale” regola dunque l'emissione delle banconote.

Un altro problema affrontato da Von Hayek riguarda il contrasto monetario all'interno del mercato. Per “contrasto monetario”, si intende, la complessa convivenza delle differenti valute all'interno del sistema monetario.

---

<sup>5</sup> Ivi, pag. 56.

Egli afferma che la banca centrale deve controllare e contenere la diffusione dei mezzi di circolazione attraverso una politica restrittiva, invero, non concedendo liquidità ad ogni richiesta e necessità.

Un sistema monetario in cui, invece, i rapporti tra le valute sono variabili prevede che il tasso di cambio sia soggetto a fluttuazioni.

In questa situazione le diversità tra le valute si evidenziano ancora di più. “Il possesso di una quantità di moneta corrente in un paese non basta più per assicurare il controllo di una quantità definita di valuta che possa essere usata in un altro paese. Non c’è più un meccanismo capace di far sì che un tentativo di trasferire moneta da un paese all’altro conduca a una diminuzione della quantità di moneta nel primo a fronte di un aumento nel secondo. In realtà, un vero trasferimento di moneta da un paese all’altro diventa inutile, perché ciò che moneta è in un paese non lo è nell’altro.”<sup>6</sup>

## **2. La funzione e il meccanismo dei flussi internazionali di moneta**

Nella prima lezione di Hayek sono stati classificati tre tipologie di sistemi monetari nazionali che si distinguono in: valuta internazionale omogenea, sistema misto (precisamente *gold nucleus standard*) e monete indipendenti. Bisogna ora osservare i motivi per i quali deve

---

<sup>6</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo monetario e stabilità internazionale*, Rubettino Editore, 2015, pag. 58.

ritersi necessario un cambiamento dei valori relativi all'ammontare totale di moneta nei diversi Paesi.

Indubbiamente, un cambiamento di domanda e offerta di beni e servizi può conseguentemente modificare la partecipazione degli abitanti al valore complessivo del reddito mondiale, ma variazioni della quantità di moneta e variazioni della partecipazione al reddito mondiale sono due cose separate e distinte. Quando il reddito diminuisce, la quantità di moneta detenuta diminuisce e viceversa.

R.G. Hawtrey in *Currency and Credit* ha spiegato il meccanismo per il quale cambia la quantità di moneta detenuta proporzionalmente ad un cambiamento del flusso monetario: vedendo crescere il reddito i consumatori trattengono inizialmente parte della loro nuova disponibilità come aumento dei saldi liquidi, invece quei consumatori il cui reddito diminuisce riducono i saldi liquidi e pospongono la contrazione delle spese.<sup>7</sup> La moneta quindi, nell'intervallo di tempo in cui i cambiamenti dei saldi monetari ammortizzano lo scontro e rallentano l'adeguamento dei redditi reali agli ultimi redditi monetari, viene utilizzata al posto dei beni.

Inevitabilmente i cambiamenti dei redditi valutari di differenti paesi sono connessi ad una variazione dello stock di moneta di questi stessi paesi e devono quindi muoversi verso la stessa direzione del reddito. Quando la partecipazione alla produzione mondiale aumenta o

---

<sup>7</sup> Per una descrizione completa vedere R.G. HAWTREY *Currency and Credit* 1928, cap. 4 pp. 41-63.

diminuisce, la parte che i consumatori di quel territorio richiedono si adatterà soltanto in seguito all'aggiustamento dei saldi monetari.

Indubbiamente, mutamenti della domanda di moneta possono verificarsi anche a causa di altri fattori; ad esempio quando le persone hanno volontà di possedere una parte delle loro risorse come liquide offrendo uno scambio di beni contro moneta. Ciò consentirà loro di comprare in seguito più beni di quelli venduti in questo momento.

Le funzioni dei movimenti internazionali di moneta possono essere semplificati se si considera una moneta puramente metallica.

“Supponiamo che qualcuno era solito spendere una determinata somma per acquistare i prodotti della nazione A la spenda ora per i prodotti nella nazione B. L'effetto immediato di ciò è lo stesso, sia che una persona abiti in A, sia abiti in B. In ogni caso, ci sarà un eccesso di pagamenti da A verso B – una bilancia dei pagamenti in negativo per A- o perché il totale di questi pagamenti è aumentato o perché l'ammontare dei pagamenti nella direzione opposta è sceso. e, se chi ha alimentato questo cambiamento continuerà a spendere la sua somma in B invece che in A, questo flusso di moneta continuerà per un po' di tempo.”<sup>8</sup> In A le entrate sono diminuite, in B sono aumentate. Le cause per cui si crea questo meccanismo devono essere associate al fatto che, nei due Paesi, il cambiamento delle entrate verrà indirizzato a qualcun altro e in seguito diffuso.

---

<sup>8</sup> F. A. VON HAYEK, *Nazionalismo Monetario e Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 63-64.

Il flusso di moneta, che si muove da A verso B, è dipeso dal tempo in cui le variazioni del reddito monetario usa per definire i cambiamenti della bilancia dei pagamenti.

In entrambi i Paesi questo risultato può essere raggiunto o riducendo i redditi monetari del paese A e portando ad acquisti minori nel paese B o abbassando repentinamente i prezzi di determinati beni di A con conseguente aumento delle esportazioni verso B.

Un innalzamento del reddito monetario in B può far aumentare gli acquisti da A o far innalzare i prezzi di alcuni beni in B e quindi diminuire le esportazioni verso A. Il pareggio del flusso di moneta da A verso B è determinato dall'insieme, dice Hayek, di anelli di una catena che trascina verso l'altro paese e dal modo in cui in questi anelli i cambiamenti dei redditi portano a una variazione dei saldi monetari liquidi. In questo frangente la moneta si muoverà da A verso B. Il valore totale viene quindi identificato nell'ammontare in cui i saldi monetari si restringono in un paese e accrescono nell'altro.

“Il punto importante di tutto ciò è che il modo in cui i redditi e i prezzi si modificheranno in seguito ai cambiamenti iniziali dipenderà da se e in che misura il valore di un particolare fattore o servizio sia, direttamente o indirettamente, colpito dal cambiamento della domanda che ha avviato il processo e non dal fatto che ciò avvenga dentro o fuori la stessa area monetaria []. In realtà, l'immagine della catena, ci permette di vedere chiaramente che non è impossibile che

la maggior parte delle persone che da ultimo soffriranno una riduzione di reddito a causa dell'iniziale cambiamento della domanda da A a B possono risiedere in B e non in A"<sup>9</sup>.

Entrambe le catene, che allo stesso modo nascono dalla diminuzione del reddito di qualcuno alternativamente in A o in B, continuano a generare effetti in un orizzonte temporale di lungo periodo prima di arrivare all'altro Paese riscontrando un alto numero di passaggi. Finiranno soltanto quando verrà creato un nuovo punto di equilibrio sia tra i Paesi sia tra gli individui colpiti, portando ad affermare che, l'ammontare di prezzi e redditi individuali che pian piano diminuiscono, essendo una conseguenza della transazione che porta i soldi da A verso B, tenderà ad essere maggiore in B piuttosto che in A. Tagliando fuori tutte le ramificazioni dove si articolano gli effetti di queste conseguenze tutto ciò risulta molto irrealistico. E questo ulteriormente va a rimarcare la tesi di Hayek che ritiene troppo sviante un'analisi basata su prezzi e redditi. Infatti colpiti saranno proprio prezzi e redditi di un particolare individuo, di un particolare lavoro che avranno degli effetti simili da quelli di qualsiasi cambiamento di domanda tra differenti luoghi e attività. È importante capire se esiste, tra quelli di un determinato Paese, una relazione che li spinge a muoversi insieme rispetto allo schema dei prezzi esterni. Per comparare l'andamento di un sistema monetario internazionale

---

<sup>9</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 65.

omogeneo e il sistema misto egli si sofferma su due punti focali. In primis, considerare l'applicazione di inflazione e deflazione ai trasferimenti interregionali e internazionali di moneta risulta fuorviante. Questi concetti possono essere applicati ovviamente se inflazione e deflazione vengono definite a loro volta come cambiamenti dell'ammontare di moneta in un territorio specifico. Ma se vi è un sistema chiuso, con delle redistribuzioni di moneta tra diverse zone, è difficile comprendere gli effetti della variazione di valuta.

“Non vi è ragione alcuna per cui i cambiamenti della quantità di moneta in un'area debbano generare quei cambiamenti meramente temporanei dei prezzi relativi che, in caso di inflazione reale, comportano una erronea allocazione delle risorse; erronea perché alla fine è esattamente il meccanismo inflazionistico che tende a invertire i cambiamenti dei prezzi relativi. Né tantomeno sembra esserci un qualsiasi motivo per cui, per usare una più moderna anche se già obsoleta terminologia, i risparmi e gli investimenti debbano eguagliarsi in ogni particolare area che è parte di un più ampio sistema economico.”<sup>10</sup>

Allo stesso modo ritiene sbagliato considerare che un flusso di denaro, da un paese all'altro, debba causare un aumento del tasso di interesse e una sua immediata diminuzione rispettivamente nel primo e nel secondo Paese. Non c'è nessuna ragione per affermare che

---

<sup>10</sup> J.M. KEYNES, *A Treatise on Money*, 1930, vol. I, cap.4.

questi flussi monetari da un paese all'altro possano influenzare anche il tasso di interesse ma, se ciò accadesse, dipenderebbe sostanzialmente da cause particolarmente concrete. Se la variazione iniziale che fa diminuire il reddito di alcuni individui porta alla diminuzione della spesa per i beni di consumo oppure se i saldi liquidi in eccesso vengano usati per investire allora è impensabile che il risultato sia una riduzione del tasso di interesse.

Si ipotizzi che in questi due Paesi presi in considerazione ci siano due sistemi bancari indipendenti e separati. Tralasciando la presenza di una banca centrale, i grandi spostamenti di denaro da uno all'altro Paese, verranno eseguiti grazie alla concreta trasmissione di una parte del totale e con un perfezionamento fatto contraendo o espandendo la struttura creditizia secondo gli avvenimenti che operano sulla domanda. Un'economia di risorse viene finalmente realizzata soltanto quando una moneta si contrae in un territorio e nell'altro ne viene creata di nuova. È l'accettazione della teoria quantitativa della moneta che, dal canto suo, tende a non considerare che l'incidenza di questo cambiamento sarà differente in ognuno dei due casi.

“Considerando le modalità che il sistema bancario usa per creare la contrazione in un paese e l'espansione in un altro, non c'è ragione alcuna per assumere che la moneta di un Paese possa essere sottratta esattamente alle persone che, se non ci fosse stato un

sistema bancario separato, l'avrebbero nel corso del tempo ceduta, o che si possa piazzare la moneta addizionale nelle mani di coloro che l'avrebbero assorbita nel caso in cui ci fosse stato un trasferimento diretto all'estero. Ci sono al contrario solidi motivi per credere che il peso del cambiamento ricadrà interamente, o in misura che non può in alcun modo essere giustificata dal sottostante cambiamento della situazione reale, sull'attività di investimento di entrambi i paesi.”<sup>11</sup>

Per dare una spiegazione a tutto ciò bisogna prendere in considerazione come sono organizzati i sistemi bancari monetari. Coloro i quali detengono le risorse più liquide, sotto forma di conto corrente, dal momento in cui i depositi bancari vengono utilizzati in modo estensivo, credono nella capacità di ogni banca di dare loro, in ogni momento, valuta accettabile oltre il gruppo di clientela della banca stessa. Le banche successivamente hanno detenuto soltanto piccole quantità di riserve, le poche necessarie che onorano una chiusura negativa della stanza di compensazione e per effettuare i pagamenti esteri contando sia sull' emissione di moneta delle altre banche e sia su quella della banca centrale.

Queste, che servono sostanzialmente a coprire una piccola differenza temporanea tra pagamenti e introiti, risultano insufficienti per fronteggiare una qualsiasi diminuzione dei depositi. È oggi adottato un sistema di riserva proporzionale che implica che il denaro

---

<sup>11</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 69.

necessario per convertire una somma dei depositi viene raccolto tramite la richiesta dei clienti debitori per rientrare nelle proprie posizioni.

Il compito svolto dalla struttura bancaria nei trasferimenti internazionali di valuta può essere meglio valutata se vengono considerate di nuovo le conseguenze causate da un primo spostamento della domanda di beni dal paese A al paese B.

“il punto fondamentale è qui che, con un sistema bancario nazionale che opera in base al principio della riserva riserva proporzionale, la banca centrale non è in condizioni, a meno che l'avversa bilancia dei pagamenti non si corregga molto rapidamente, di consentire che il deflusso di moneta continui finché esso non sarà giunto alla sua fine naturale. Non è possibile, senza porre in pericolo le riserve, convertire liberamente tutti i depositi bancari, o le banconote che vengono presentate alla conversione, in moneta da trasferire all'estero. Se la banca centrale vuole prevenire un esaurimento o un abbassamento pericoloso delle sue riserve, deve accelerare i processi in forza dei quali i pagamenti da A a B possono essere ridotti o i pagamenti da B verso A possono essere aumentati. E l'unico modo in cui puoi fare ciò, velocemente e con efficacia, è mettere pressione generale e indiscriminata sui propri debitori affinché rimborsino quanto preso a prestito.”<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag.70.

A coloro a cui è stato concesso il credito e a coloro i quali il denaro sarebbe poi arrivato vengono lanciate altre catene di diminuzioni della spesa. Si assiste alle forze che piano piano tenderanno a diminuire i pagamenti verso gli altri Paesi, riducendo drasticamente i prezzi dei prodotti interni e quindi stimolando l'acquisto dall'estero. Esercitando così una solida spinta continuerà il tempo per il quale il flusso di denaro tenderà verso l'estero e la quantità di moneta in uscita può essere ridotta.

Il punto realmente significativo è che gli individui che dovranno diminuire la spesa per raggiungere questo obiettivo non sono gli stessi che lo avrebbero dovuto eseguire in un sistema basato su una moneta omogenea. Temporaneo però sarà considerato l'equilibrio che in questo modo vede raggiunto.

Dato che molti prestiti bancari sono erogati con la finalità di investire la drastica diminuzione dei flussi monetari, si ripercuoterà sulle attività di investimento essendo concretizzata la contrazione di valuta che si realizza. È vero che un flusso estero non ha necessità di creare un aumento dei tassi di interesse grazie a una valuta metallica ma, allo stesso tempo, tramite un sistema fondato sulla riserva nazionale inevitabilmente si incorre in un incremento dei tassi di interesse. Hayek afferma che un innalzamento del tasso bancario deve essere fissato di proposito sopra il tasso di interesse di equilibrio

o “naturale”.<sup>13</sup> Tutto questo viene spiegato dal fatto che è la proporzione tra le diverse componenti del credito che viene intaccata e per ricostituirla è porre a rientro i prestiti erogati per concedere investimenti. Contraendo il credito si porta dunque ad un aumento delle entrate di moneta estera che compensa l’uscita dal Paese della stessa moneta.

Contrazioni ed espansioni che sono determinate da aumenti e diminuzioni di riserve auree sono diverse da Paese a Paese e ciò tende a far aumentare le distorsive conseguenze dell’organizzazione del sistema monetario che si fonda sul principio di riserva nazionale. Sotto questo gold standard ne deriva che l’emissione di oro implica inflazione o deflazione in base al fatto che le conseguenze siano superiori o inferiori nel paese che riceve oro e viceversa.

Le falle del sistema misto sono attribuite al sistema di detenzione collettivo delle riserve proporzionali di liquidità su base nazionale e ciò scagiona un certo rifiuto a modificare, in modo repentino e frequente, il tasso di sconto a seguito dei movimenti dell’oro.

“L’errore sta nell’idea stessa, e non nelle modalità utilizzate, che sia necessario proteggere le riserve piuttosto che lasciarle esaurire. L’unico vero rimedio potrebbe essere quello di avere delle riserve così

---

<sup>13</sup> J.G. GILBERT, tratto dall’articolo chiamato “*Present position of the Theory of International Trade*”, contenuto in *The Review of Economic Studies*, vol.3 pp. 23-26.

ampie da permettersi di fronteggiare l'intero valore del possibile cambiamento della circolazione totale del paese.”<sup>14</sup>

### **3. Monete indipendenti**

L'argomento oggetto di discussione negli ultimi tempi, afferma Hayek, è quello che riguarda una diversa crescita del progresso tecnologico di due nazioni, che probabilmente fa riferimento ai Paesi dell'Inghilterra e degli Stati Uniti e che prende immediatamente in considerazione l'oscillazione dei costi di produzione, abbassandosi in un paese piuttosto che nell'altro.

I costi di produzione vengono ridotti, ad esempio, in un regime di parità fisse in cui i prezzi di determinati beni, che vengono prodotti in entrambi i paesi, si riducono molto più velocemente della diminuzione del costo nella nazione però che presenta uno sviluppo tecnologico più arretrato. Un cambiamento di costi e prezzi in una nazione rispetto all'altra porta come conseguenza che la leadership di determinate attività del primo paese peggiori. Ciò significa che i prezzi più bassi, che vengono assegnati dal primo Paese, tendono ad un eccesso di domanda, dovuta alle richieste dell'altro Paese.

“Ovviamente, nessuna politica monetaria può impedire che i prezzi dei prodotti direttamente colpiti discendano rispetto ai prezzi di altri

---

<sup>14</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 75.

prodotti interni o che si verifichi un corrispondente aumento nell'altro Paese. Ne si può impedire che gli effetti del cambiamento dei redditi delle persone inizialmente colpite si diffondano gradualmente. Tutto quello che si può fare è evitare che ciò conduca nel paese a un cambiamento del flusso monetario totale. Bisogna cioè cercare di compensare le variazioni di certi prezzi con le variazioni di altri, in maniera che l'indice generale rimanga costante.”<sup>15</sup>

Hayek prima si sofferma sull'analisi del paese negativamente colpito dal cambio. L'intenzione di trasferire un flusso di moneta all'estero risulta impossibile e discorde con la volontà delle autorità di scambiare valuta estera con quella nazionale per poi sterilizzarla. Quindi mantengono delle riserve per evitare appunto queste che considerano come delle “mere fluttuazioni temporanee del cambio”<sup>16</sup>. Hayek allo stesso modo giudica inutile la detenzione di tali riserve nella possibilità di una permanente oscillazione del cambio, consiglia di ignorare l'esistenza di queste e considerare soltanto le entrate monetarie. La conseguenza immediata di un saldo negativo della bilancia dei pagamenti porterà però ad un aumento del tasso di cambio. A causa dell'aumento del prezzo delle importazioni gli individui preferiranno acquistare prodotti interni così da avere una contrazione di offerta non proporzionale ad un aumento del prezzo della valuta estera. L'effetto sul tasso di cambio non sarà però

---

<sup>15</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 79.

<sup>16</sup> Ivi, pag. 79.

permanente. Infatti continuano a produrre gli stessi effetti i cambiamenti che hanno seguito il flusso monetario. La porzione maggiore di reddito spesa sarà dunque quella verso i prodotti interni tanto da produrre un rialzo di tutti i prezzi, tranne di quelli che non sono stati coinvolti dalla contrazione di domanda e di quelli che si sono visti diminuire il proprio reddito dalla variazione iniziale.

Questo principio sembra fondersi sul fatto che in ogni Paese i prezzi relativi siano stabiliti da costi relativi. Ma ciò porterebbe a verificarsi, in ipotesi, una diminuzione dei prezzi di un determinato Paese che ripristinasse l'intero equilibrio. Ovviamente questo caso viene smentito dall'assunto che le diverse quantità di beni e servizi possano essere riscontrate soltanto grazie a cambiamenti dei prezzi relativi e dei redditi relativi.

“Senza seguire questi effetti attraverso tutti i loro complessi dettagli, deve essere chiaro che il risultato del deprezzamento della moneta può essere solo uno: per ripristinare le proporzioni appropriate alle condizioni di costo e per rendere possibile il volume relativo di produzione, invece di una completa caduta dei prezzi e dei redditi del settore originariamente colpito, è necessario che molti altri prezzi e redditi si elevino. Anche ignorando il livello assoluto dei prezzi, la situazione finale non sarà la stessa che si sarebbe ottenuta se i tassi di cambio fossero stati mantenuti fissi. Infatti, nel corso delle diverse fasi di transizione, ogni tipo di profitto realizzato e di perdita subita

agirà sul risultato finale. Con una certa approssimazione e ignorando alcune differenze minori, possiamo dire che lo stesso cambiamento dei prezzi relativi che, in regime di cambi fissi, sarebbe stato prodotto da una riduzione dei prezzi del settore immediatamente colpito, viene ora in gran parte determinato da un corrispondente aumento di tutti gli altri prezzi.”<sup>17</sup>

Infine non può essere cambiata in questo modo la diminuzione del vantaggio comparativo delle esportazioni del paese in questione. Diminuiranno conseguentemente le sue attività così come risulterà inflazionistico l'evoluzione dell'andamento dei prezzi.

Poi la sua seconda analisi è rivolta al Paese colpito positivamente. Si deve impostare qui, come obiettivo, la stabilizzazione del livello del prezzo e del reddito in entrambi i Paesi presi in esame. Il settore che avrà giovamento, grazie all'aumento del tasso di cambio, subirà un aumento dei ricavi nel versante della moneta nazionale ma questo non sarà sufficiente per essere proporzionale all'aumento delle vendite nel versante della moneta estera. Come gli altri settori saranno protagonisti di una diminuzione dei propri ricavi in termini di esportazione, così le attività interne che si scontrano con quelle importate ora rese più convenienti vedranno un prezzo di vendita inferiore e conseguentemente una diminuzione del reddito. Dunque se è costante, nel Paese in questione, sia l'ammontare di denaro sia il

---

<sup>17</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 82.

livello dei prezzi, l'aumento del valore dei beni settoriali allora sfocerà in una diminuzione consequenziale del prezzo degli altri settori. Hayek è quindi scettico nell'immaginare che per combattere le conseguenze di un aumento del prezzo, a seguito di eccesso di domanda estera, debbano essere necessariamente diminuiti i prezzi degli altri paesi.

“Ci sono pochi dubbi su come le cose effettivamente andranno. Nel paese che ha subito gli effetti negativi del cambiamento iniziale della domanda internazionale, alcuni prezzi tenderanno a ridursi, ma il livello generale dei prezzi verrà mantenuto stabile. Al contrario, nel Paese che ha beneficiato del medesimo spostamento della domanda, si permetterà che quel livello cresca. Non è difficile comprendere che cosa implichi l'adozione da parte di tutti i Paesi di un simile principio. Significherebbe che i prezzi sarebbero stabilizzati solo nell'area in cui essi tendono a scendere maggiormente rispetto al resto del mondo. Ogni ulteriore aggiustamento verrebbe realizzato con conseguenti aumenti dei Prezzi di tutti gli altri Paesi. Appaiono quindi molto rilevanti le possibilità offerte all'inflazione da una situazione in cui il mondo sia diviso in un certo numero di piccole aree monetarie indipendenti.”

Hayek ipotizza che nei Paesi che godono dell'aumento della domanda, per mantenere stabile il livello nazionale dei prezzi e per

spingere gli altri Paesi ad effettuare l'attività opposta, i prezzi di altri beni vengano diminuiti.<sup>18</sup>

Le grandi crisi, che la politica monetaria inglese ha affrontato tra il 1925 e il 1931, sono state da questa condizionate e per questo risultano strettamente correlate. Nel dopoguerra la Gran Bretagna, quando ha deciso di adottare il gold standard, ha fatto il grande sbaglio di sopravvalutare la sterlina e questa così ha riadottato, tramite uno sviluppo lento e doloroso, il suo originale valore aureo. Per cui, cercando di rientrare in un remoto equilibrio economico, la politica monetaria inglese ha optato per un abbassamento di tutti i prezzi e i costi per fronteggiare il grande aumento valutario della sterlina. L'Inghilterra dunque non è stata partecipe del forte boom economico che poi ha portato alla famosa crisi economica del 1929 e tutti i sacrifici si sono rivelati inutili per mantenere la parità.

È stato causato da una modifica del valore esterno della sterlina per cui la variazione delle parità ha scombussolato i legami tra prezzi dentro e fuori la nazione. Questo evento ha portato numerosi economisti a giudicare negativamente le relazioni tra prezzi e costi nazionali. Appoggio a questo pregiudizio è arrivato soprattutto dalla moda dell'economia pseudo-quantitativa, focalizzata su medie e sul livello dei prezzi, su quello del potere di acquisto, sulle condizioni di scambio e così via. Queste medie vengono largamente utilizzate per

---

<sup>18</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 85.

calcolare i prezzi in territorio nazionale e quindi si è arrivati ad affermare che tutti i prezzi debbano cambiare insieme e in modo proporzionale a quelli di altri territori. Infine si è giunti all'idea che i prezzi debbano modificarsi in base al livello dei costi quindi modellando il tasso di cambio nelle varie situazioni può essere evitato questo compromesso.

Secondo Hayek questi economisti inglesi hanno sbagliato perchè hanno considerato rilevante un caso escluso da ogni possibilità.

Un altro punto su cui Hayek si sofferma è quello che riguarda le conseguenze causate da prezzi monetari troppo rigidi, in particolare da salari troppo rigidi. Per effettuare una politica di abbassamento dei salari monetari non bisogna considerarla di carattere monetario. Può essere ritenuto un problema monetario perché i problemi possono essere affrontati tramite risorse monetarie, dato che i salari sono stabiliti in termini monetari ma, d'altro canto, gli economisti che portano avanti questa tesi non spiegano se questi problemi possono essere risolti con strumenti monetari senza causare distorsioni produttive. Evitare che i salari abbiano un calo verso il basso ed evitare eventuali distorsioni non possono andare di pari passo.

“Nel momento di decidere quali debbano essere i principi della politica monetaria, la differenza dei punti di vista è estremamente importante. Se si pensa in termini di relazioni fra i prezzi e i salari dati e se in particolare si pensa in termini di “livelli” salariali nazionali, si è

facilmente portati alla conclusione che la quantità di moneta debba essere aggiustata per ogni gruppo di individui che vive dentro un determinato ambito contrattuale. Per altro verso, non c'è alcun motivo in forza del quale gli effetti prodotti dalla "auto-reversibilità" dei cambiamenti monetari debbano essere connessi ai cambiamenti della quantità di moneta in una particolare area che sia parte di un più ampio sistema monetario. Se una diminuzione o un aumento della domanda in un'area è compensato da un corrispondente cambiamento della domanda in un'altra area, non ci sono motivi per cui i cambiamenti della quantità di moneta nelle due aree debbano generare in qualsiasi modo una distorsione delle attività produttive. Sono semplicemente manifestazioni di un cambiamento reale sottostante, che si realizza attraverso il mezzo della moneta."<sup>19</sup>

Roy F. Harrod di Oxford è stato un forte sostenitore del nazionalismo monetario e Hayek decide di citarlo per dare una spiegazione più completa per spiegare questa differenza. Nella sua opera *International economics* esprime le ragioni teoriche del nazionalismo monetario: "i Paesi meno avanzati sarebbero in tal modo colpiti dallo svantaggio di un sistema monetario a carattere deflazionistico. L'inflazione si sviluppa infatti dove può essere più pericolosa, cioè a dire nei Paesi in rapida crescita. Il che costituisce

---

<sup>19</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore pag. 89.

un'obiezione che, in una forma o nell'altra, bisogna rivolgere a tutti i progetti che intendono creare una moneta universale".<sup>20</sup>

Hayek tenta di suggerire come non ritiene la pratica importanza delle conseguenze inflazionistiche e deflazionistiche di una politica che cerca di mantenere stabile l'ammontare di valuta siano molte ma, se corretta, questa mostra come le fondamenta teoriche del nazionalismo monetario siano deboli.

Infine si sofferma su un'analisi pratica piuttosto che teorica.

"l'intera idea di una politica monetaria volta ad aggiustare tutto in base in base ad un livello dato dei salari mi sembra puro equivoco teorico[]. Se diventasse un riconosciuto dovere delle autorità monetarie compensare qualsiasi effetto sfavorevole di un aumento dei salari sulla posizione competitiva delle attività nazionali nel mercato mondiale, sarebbe difficile immaginare che cosa diverrebbero le negoziazioni salariali. Ma di una cosa possiamo essere probabilmente certi: che la classe operaia non impiegherebbe molto ad apprendere che un aumento dei prezzi, appositamente architettato, dà luogo a una riduzione dei salari non diversa da quella prodotta da un loro deliberato taglio. Pertanto, si mostrerà presto illusoria la credenza in base a cui, piuttosto che ridurre direttamente i salari di un gruppo di

---

<sup>20</sup> ROY F. HARROD, *International Economics*, London 1933, cit., pag 170.

lavoratori effettivamente colpiti dai cambiamenti, si ritiene più facile ridurre i salari di tutti i lavoratori con una svalutazione indiretta”.<sup>21</sup>

#### **4. Movimenti internazionali di capitale**

Hayek definisce “movimenti internazionali di capitale” l’ottenimento di diritti su persone e proprietà che viene eseguito in un dato Paese da persone che però sono residenti in un altro Paese. Si eliminano quindi sia acquisti e vendite di merci che girano da un paese all’altro, sia il trasferimento netto di oro. Il termine, ovviamente, raggiunge una cerchia più ampia di definizioni, ma solo attraverso questa l’economista si sente di poter distinguere al meglio nelle transazioni internazionali quelle che fanno riferimento ai beni di capitali e quelle che non lo fanno.

L’acquisto, o la vendita, di moneta nazionale di una nazione da parte degli abitanti dell’altra rappresentano il primo di tipo di capitale che Hayek va ad analizzare. Oggi i paesi detengono saldi monetari in altri paesi. Se c’è la possibilità di detenere dei saldi come depositi in conto corrente conviene di più che essere in possesso di una cosiddetta improduttiva moneta internazionale. A questo fenomeno è stato attribuito il nome di *gold exchange standard* che ha pian piano spazzato via *gold standard*.

---

<sup>21</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 93.

I saldi acquistano maggior valore se ci sono dei cambi fluttuanti. Se vengono contratti dei debiti con valute diverse risulta indispensabile per le banche detenere riserve di liquidità nella valuta dei debiti contratti. Ci potrebbero essere degli squilibri che derivano da variazioni della preferenza per la liquidità e si verranno a creare profitti e perdite sulla valuta estera a causa della variazione del tasso di cambio.

Queste sono le due motivazione per le quali si assisterà a tassi di cambio variabili che porteranno ad effettuare movimenti di capitale a breve termine. Investimenti a breve termine sono ogni forma di investimento estero. Quelli che risultano di maggiore rilevanza sono i crediti a breve e rispetto a questi, che sono considerati dei fondi fluttuanti, risulterà relativamente piccola l'offerta di capitali per investimenti a lungo.

“Se i tassi di cambio fossero inevitabilmente fissi, i movimenti di capitale sarebbero guidati solo da considerazioni legate al rendimento netto atteso, che include ovviamente tutti gli aggiustamenti necessari per incorporare i diversi livelli di rischio connessi ai vari tipi di investimento. Ciò non vuol dire che non ci saranno cambiamenti frequenti nei flussi di capitale da un paese all'altro. Se ci sono condizioni più favorevoli in un luogo rispetto all'altro, ci può chiaramente essere una tendenza permanente a che un Paese assorba i risparmi dell'altro. E tuttavia, oltre a questi flussi di capitale

per investimenti più o meno permanenti, ci sono prestiti a breve termine, periodici o occasionali, finalizzati a colmare le differenze temporanee fra le importazioni e le esportazioni di beni e servizi.”<sup>22</sup>

Se ogni transazione dovesse essere pagata alla consegna del bene ci saranno delle limitazioni di transazioni (un po' come accadeva nel baratto); sono proprio le transazioni a credito, lo scambio di beni di oggi con beni di domani che riempie ed ingrandisce la serie di scambi vantaggiosi. Hayek ritiene però che bisogna essere consci di una cosa fondamentale: non può essere accettata l'idea che i prestiti a breve siano ideati per colmare un deficit della bilancia commerciale. Infatti grazie proprio ai movimenti di capitale a breve è permessa una grande parte di commercio internazionale. È inoltre la stretta connessione tra i prezzi dei due Paesi che spinge ad utilizzare il credito disponibile e che quindi fissa il saldo di indebitamento. I cambiamenti del debito internazionale a breve devono essere considerati come flussi che vengono definiti da fluttuazioni del commercio estero. Un flusso di fondi interbancario verrà poi erogato solo dal momento in cui resterà alcuni saldi finali. Ci saranno quindi dei movimenti di fondi improvvisi sostenuti da un'opportunità di investimento vantaggioso o una corsa agli sportelli.

Se invece si prendesse in considerazione invece di una moneta internazionale omogenea bensì sistemi monetari e bancari separati si

---

<sup>22</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 98

arriverebbe ad una diversa conclusione. Le banche centrali operano secondo una manovra del tasso di sconto per controllare gli andamenti di capitale a breve termine; queste aumenteranno il tasso di sconto per affrontare un ammontare di oro in uscita verso l'estero e per attirare capitali a breve che vadano a compensare l'oro in uscita. Può succedere però che questo sistema non attiri i fondi verso la parte in cui l'oro affluisce. Se le banche poi avessero il bisogno di fortificare la loro liquidità aumentando il tasso di sconto, questo porterebbe ad una forte contrazione del credito.

“La fonte originaria dei problemi è la differenziazione delle monete secondo gradi diversi di accettabilità o liquidità. L'esistenza di una struttura fatta di sovrapposizione di strati di riserve con diversi coefficienti di liquidità rende i movimenti dei tassi monetari di breve periodo, e di conseguenza i movimenti a breve termine di fondi, molto più dipendenti dalla posizione di liquidità delle diverse istituzioni finanziarie che dai cambiamenti della domanda di capitale per investimenti reali. A causa della natura mista dei sistemi monetari, i movimenti a breve termine dei fondi sono spesso dovuti non a cambiamenti nella domanda di capitale da investire, ma a variazioni della domanda di contante come riserva di liquidità. Ecco perchè tali movimenti hanno la cattiva reputazione di creare perturbazioni monetarie. E tale reputazione non è del tutto immeritata.”<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 102.

Secondo Hayek è impensabile che, all'interno di un regime di cambi variabili, il volume delle fluttuazioni di capitale a breve termine non debba aumentare. L'effetto delle fluttuazioni di capitale a breve termine tenderà a diminuire l'ampiezza delle fluttuazioni dei tassi di cambio che si muovono entro un piccolo limite. Quando si avranno dei tassi di cambio risultano variabili, gli spostamenti di capitale si muoveranno verso la causa originaria, ovvero che se questa causa è rappresentata da un movimento di capitale a breve termine, l'alto tasso di variabilità dei cambi aumenterà la sua mole e sfocerà in un uno squilibri maggiore.

Hayek si pone l'interrogativo se le autorità sono in grado di controllare questi movimenti; bisogna vedere, soprattutto in questa ipotesi, se queste autorità vogliono lasciare fluttuare il tasso di cambio ma allo stesso tempo non devono lasciare queste superare un certo limite perché le conseguenze generate da una grande precarietà risultano essere molto più gravi delle misure preventive.

Si può evitare inoltre che un apprezzamento della valuta estera vada a intaccare la situazione interna lasciando i tassi di cambio flessibili.

Ciò è stato messo in atto da tutti coloro che in Austria, nel 1892, si sono rifiutati di adottare il *gold standard* perchè convinti che la cartamoneta li avrebbe escluso il loro territorio al di fuori delle oscillazioni monetarie all'interno dei mercati mondiali.

Questa teoria è stata estremizzata recentemente da alcuni nazionalisti monetari tra cui si ricorda Harrod, il quale ha affermato che: “ Se da essa consegue l’impegno del Paese a porre in essere una politica monetaria interna che implichi l’aumento del tasso di interesse bancario” non avrebbe mai accettato la stabilità monetaria.<sup>24</sup>

Dunque nella situazione in cui le banche centrali non hanno interesse a mantenere una certa stabilità i sostenitori di questa teoria non avranno difficoltà a controllare la fuoriuscita di capitale e se questa avvenisse, colmare le conseguenze surrogando fondi in uscita con un ulteriore credito bancario. “Se la banca centrale avrà successo nel mantenere i tassi di interesse bassi, in primo luogo sostituendo i capitali che hanno lasciato il paese con un nuovo credito, non solo si perpetueranno le condizioni che hanno reso vantaggiosa l’esportazione di capitali, ma gli effetti di tale esportazione sui tassi di cambio, come abbiamo visto, tenderanno ad essere auto-esplosivi e il capitale volerà verso l’estero. Allo stesso tempo, l’aumento di prezzi interni, accrescerà la domanda di prestiti, perché ciò comporta un aumento del tasso di profitto reale. Il saldo negativo della bilancia commerciale, che deve necessariamente continuare mentre parte di ciò che si riceve dalle esportazioni è usato per ripagare i debiti o fare nuovi debiti all’estero, implica che l’offerta di capitale reale, e pertanto il tasso di interesse naturale o di equilibrio del Paese, continuerà a

---

<sup>24</sup> Vedi *Report of the proceedings of the Meeting of economists held at the Antwerp Chamber of Commerce of July 11,12 and 13 1935*, pubblicato dalla Antwerp Chamber of commerce, p. 107.

crescere. È chiaro che in tali condizioni le banche centrali, mantenendo basso il tasso di sconto, non possono impedire un aumento dei tassi di interesse senza contemporaneamente provocare una grande inflazione.”<sup>25</sup>

Coerentemente, coloro che sostengono il nazionalismo monetario dovrebbero richiedere che la politica monetaria sia unita al controllo delle esportazioni di capitale, necessaria della politica della banca centrale.

Nell'ipotesi in cui non ci sono delle limitazioni alle esportazioni di capitale, risulterà più conveniente utilizzarli sotto forma di trasferimenti di moneta da un Paese all'altro. Si proibiscono quindi sia prestiti esteri che informazioni.

Un sistema volto a controllare i cambi deve controllare il commercio estero dato che ogni cambiamento delle variazioni a cui viene dato credito porta a un movimento internazionale di capitale.

Per giustificare l'importanza di questo fenomeno Hayek cita F.G. Conolly, che descrive un'esportazione di capitali la quale può essere fermata soltanto monitorando qualsiasi transazione commerciale internazionale, e che può allo stesso modo, essere rilevante sia nella situazione in cui il Paese abbia una posizione di commercio attiva, sia nel caso in cui il Paese abbia una posizione del commercio passiva, sia quando venga scambiato tramite capitali presi a prestito.

---

<sup>25</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 106.

Ipotizzando che le autorità monetarie abbiano la capacità di fare qualsiasi politica per impedire il commercio internazionale, la domanda che si pone è se questo sia sufficiente per allontanare il Paese da qualsiasi shock.

“è probabilmente ovvio che, fino a quando ci sarà un movimento internazionale relativamente libero di titoli, nessuna importante discrepanza tra fra i tassi di interesse dei diversi paesi potrà durare a lungo. Ma probabilmente i nazionalisti monetari non esiterebbero in alcun modo a tentare di vietare anche tali movimenti.”<sup>26</sup>

Sicuramente un aumento dei tassi di interesse porterà ad una diminuzione dei prezzi dei alcuni beni come quelli usati per la produzione dei beni capitali e questo porterà ad una traslazione al prezzo di un altro bene, prodotto nell'altro paese in cui non è consentito l'aumento dei tassi di interesse.

Allo stesso modo, se i prezzi dei beni di investimento tendono a diminuire in misura superiore rispetto ai beni di consumo, ovviamente sarà più vantaggioso investire invece che produrre.

Dunque, rispetto ai tassi di interesse vigenti, ci sarà una più alta domanda di investimento.

“La verità di tutta questa discussione è che un paese che condivide i vantaggi della divisione internazionale del lavoro non può, nemmeno tramite il rigido controllo di tutte le operazioni che lo legano al resto

---

<sup>26</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 109

del mondo, sottrarsi agli effetti delle perturbazioni che hanno vita nel commercio internazionale. È ovviamente altrettanto vero che i minori sono i punti di contatto con il resto del mondo e minore è la misura in cui le condizioni interne vengono colpite dalle perturbazioni che si generano esternamente. Ma è illusorio credere che, continuando a far parte della comunità economica internazionale, sia possibile impedire che mediante una politica monetaria pensata per un sistema chiuso, le perturbazioni esterne raggiungano il Paese di cui si tratta. È per questa ragione che l'ideologia del nazionalismo monetario si è dimostrata, e se continuerà ad essere influente lo dimostrerà ancora di più in futuro, una delle principali forze di distruzione di quel che resta di un sistema economico internazionale.<sup>27</sup>

## **5. I problemi di una misura di valore realmente internazionale**

Nella quinta lezione tenuta da Hayek, egli non si sofferma più sulla critica riguardante le monete nazionali indipendenti ma si pone la domanda se l'oro dovesse essere considerato come l'unità di misura internazionale. Se si considera un punto di vista strettamente economico allora per farlo funzionare come strumento di internazionale di valore bisogna che ogni singolo Paese detenga una

---

<sup>27</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 111.

riserva del mezzo di scambio universalmente accettato dalle transazioni mondiali. Mentre una misura internazionale è richiesta per scopi puramente economici, l'oro implica invece una necessità politica.

Il problema da lui affrontato in questa lezione e collegato al sistema aureo è quello del *gold standard* che parte dal periodo che precede il 1914 fino ad arrivare al dopoguerra. Le circostanze che legano il *gold standard* alla preoccupazione riguardano il collegamento che occorre tra le monete auree e l'oro che è rappresentato da piccole riserve nazionali le quali completano una struttura multipla di credito che viene scomposta in differenti livelli connessi a differenti gradi di liquidità. Questo porta alla situazione in cui le conseguenze derivanti dai flussi internazionali di moneta cambino rispetto ai movimenti interlocali che hanno relativamente una vita propria.

L'economista vuole anche prendere in esame la differenza che intercorre tra "prestatore di ultima istanza" e l'organizzazione bancaria che si basa sulla "riserva nazionale". L'utilizzo dei depositi bancari non si affermerebbe se ci fosse qualcuno che fornisca il contante dal momento in cui il cliente fosse desideroso di scambiare una parte dei propri depositi in liquidità.

"Molto meno ovvio è che tutte le istituzioni bancarie operanti in una particolare area o Paese debbano fare affidamento su una riserva nazionale. Questo non è sicuramente un sistema che avrebbe

deliberatamente progettato su basi razionali; ed è cresciuto come un accidentale sottoprodotto di una politica preoccupata di altri problemi.<sup>28</sup> Bisognerebbe scegliere davanti a diverse alternative. “C’è il sistema decentrato [*free banking*], che dà a tutte le banche il diritto di emettere banconote e allo stesso tempo le costringe a fare affidamento sulle proprie riserve e le lascia libere di scegliere, senza rispettare i confini nazionali, il loro campo di azione e le loro controparti.”<sup>29</sup> E poi c’è la banca centrale.

I sistemi che utilizzano il *gold standard* sono definiti dalle suddette caratteristiche: i depositi bancari non rappresentano un ammontare stabile, altri depositi hanno la possibilità di essere creati in qualsiasi momento, sezioni della somma totale possono scomparire ma non rappresentano l’unico modo in cui possono essere detenuti saldi per pagamenti.

“Nello svolgimento di tale funzione, i depositi in conto corrente sono solo una di un’ampia gamma di attività dotate di diversi gradi di liquidità – un’attività molto liquida, sebbene assolutamente non la più liquida di tutte.”<sup>30</sup>

Le somme che sono trattenute in conto corrente per affrontare le richieste attese non hanno bisogno di oscillare insieme ai pagamenti ma hanno la possibilità di modificarsi a seconda dell’aspettativa

---

<sup>28</sup> Vedi W. BAGEHOT, *Lombard street*, e V.C. Smith, *The Rational of Central Banking*, 1936.

<sup>29</sup> Cfr. L. VON MISES, *Geldwerstabilisierung und Konjunkturpolitik*, Jena 1928.

<sup>30</sup> Vedi in particolare J.R. HICKS *A Suggestion For The Simplification Of The Theory Of Money*, in *Economica*, 1935 pp. 1-19 e F. LAVINGTON, *The English Capital Market*, 1921 p.30.

secondo cui ci sia più facilità nel trasformare altre attività in depositi bancari.

La presenza di una banca centrale implica che l'onere di fornire moneta per convertire i depositi si trasmette fra le banche e la banca centrale a causa della ragione per la quale la banca centrale deve permettere in casi estremi o dietro compenso di accedere al contante necessario per rimborsare i depositi, anche se la stessa banca centrale non ha il potere di controllare l'eccessiva crescita della domanda di contante.

Dunque la banca centrale non ha libertà di agire con una unità di misura internazionale. Ha inoltre il compito di distribuire altra moneta con un altissimo grado di liquidità che viene accettata in ogni Paese. Ciò porterà ad un elevato tasso di domanda di moneta dalla banca centrale e di valuta estera. Il solo modo per cui la banca centrale ha la possibilità di limitare e controllare la domanda è quella di dare un limite alla moneta stampata facendo così aumentare l'offerta. La distinzione tra le diverse forme monetarie (quelle usate tra i clienti della stessa banca, quelle usate in un determinato Paese e quelle usate in tutte le nazioni) viene classificata come distinzione artificiale di liquidità.

“Quel che conta è che ogni variazione della domanda relativa dei diversi tipi di moneta porta a un cambiamento cumulativo della quantità totale dei mezzi di circolazione. Qualsiasi richiesta (rivolta

alle banche della clientela) di convertire parte dei propri depositi in contante ha l'effetto di costringerla a ridurre i propri depositi in misura maggiore di quanto rimborsato; e le costringe anche a chiedere una maggiore quantità di contante alla banca centrale, la quale è a sua volta costretta a prendere le necessarie contromisure, trasmettendo così la tendenza alla contrazione delle altre banche. Lo stesso meccanismo opera, *mutatis*

comprare *mutandis*, nel caso di una riduzione della domanda di attività più liquide, che produrrà un aumento considerevole dell'offerta di moneta.”<sup>31</sup>

Questo rappresenta il fenomeno descritto da Ralph G. Hawtrey e Hayek desidera fare due importanti precisazioni: i cambiamenti della preferenza per la liquidità sono causati da fenomeni molto più gravi delle variazioni della preferenza a mantenere moneta generale o generali beni; quando c'è una sola banca al comando, che può essere rappresentata o da una banca a cui si affidano tutti i Paesi o a una banca centrale, la causa di questi fenomeni è molto più rilevante in quanto mirano a individui che fanno affidamento sulla stessa riserva di attività liquide, in modo diretto o indiretto.

“Le difficoltà provengono da quella che molto appropriatamente è stata chiamata elasticità perversa dei depositi bancari come mezzo di circolazione.”<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 119..

La spiegazione del perché si arriva a dire ciò è perché i depositi sono effettivamente dei titoli per richiedere una moneta con un più alto grado di accettabilità, detenuta proporzionalmente come riserva dei depositi stessi. Perciò l'offerta di depositi viene inversamente condizionato dalla domanda di struttura maggiormente liquida di moneta.

Il piano bancario formulato a Chicago è l'idea meglio strutturata di riforma degli anni di Hayek. Questa riforma, che viene anche chiamata come piano del cento per cento, rappresenta un incremento delle fondamenta del *Peel's of Act* del 1844 per i depositi che induce a conferire alle banche un determinato ammontare di cartamoneta fino a che le riserve non raggiungano il cento per cento dei depositi e mantenendosi tali.

“In questa forma il piano è concepito come uno strumento di nazionalismo monetario. Ma non ci sono ragioni per non usarlo ugualmente per creare una moneta omogenea internazionale.”<sup>33</sup>

Diminuendo in modo proporzionale lo stesso quantitativo aureo di differenti unità di moneta nazionale in modo tale da modificare totalmente con l'oro le valute di tutti i paesi, si può trovare una soluzione; quindi risulterebbero autorizzate soltanto delle modifiche di circolazione all'interno del Paese nella stessa quantità detenuta.

---

<sup>32</sup> L. CURRIE, *The Supply and the Control of Money in the United States*, Cambridge, 1934, pp 130 e ss.

<sup>33</sup> Cfr. H. C. SIMONS, *Rule versus Authority in Monetary Policy*, cit. pag 5, nota 3.

La suddetta riforma diviene ideale proprio perché impossibile da mettere in pratica in quanto si riscontrerebbe l'eliminazione dei depositi bancari. Esisterebbe per cui soltanto un tipo di moneta che implicherebbe una diminuzione dell'offerta complessiva di causata da fluttuazioni verso monete più liquide. È necessario inoltre comprendere se eliminando i depositi bancari per quello che sono, si può evitare che il fondamento su cui si poggiano dia espressioni in altre forme diverse. "Dai più critici fra gli ideatori di questo schema è stato sottolineato che questo sistema bancario è un fenomeno pervasivo e che bisogna chiedersi se, quando lo evitiamo nella sua forma tradizionale, esso non si manifesti in altre e meno controllabili forme."<sup>34</sup>

Il *Bank of Act* del 1844 non è riuscito a raggiungere i propri obiettivi data la crescita dei depositi bancari ed era stato ideato appunto monitorare l'unico sostituto dell'oro.

L'economista si chiede dunque se delle limitazioni analoghe a quelle fissate sulle banconote sono assegnate all'espansione dei depositi per creare nuovi sistemi monetari o aumentare l'importanza di forme che già esistono; se sia lecito distinguere nettamente quello che la moneta è realmente e quello che non è.

---

<sup>34</sup> Cfr. H.C. SIMONS, *Rule versus Authority in Monetary Policy*, 1936, cit., p. 16.

Appoggia quindi la tesi di Henry C. Simons quando dice che il problema “non può essere semplicemente risolto con l’adozione di provvedimenti legislativi diretti a quelle che chiamiamo banche”.<sup>35</sup>

Se per ostacolare le fluttuazioni di moneta, che portano a modifiche dell’intero ammontare, bisogna dare la conferma che la moneta possa essere immediatamente scambiabile con altra moneta ad un tasso riconosciuto. Invece, riferendosi alle relazioni fra differenti monete nazionali ciò porta a domandare riforme contrastanti a quelle imposte dai nazionalisti monetari.

È necessario stabilire tassi di cambio fissi tramite un sistema di compensazione alla pari. “Se tutte le banche centrali cominciassero a valutare liberamente agli stessi tassi fissi, e in questo modo impedissero anche le fluttuazioni all’interno dei punti dell’oro, le differenti denominazioni delle monete nazionali non sarebbero in realtà più significative del fatto che la stessa quantità di tessuto possa essere misurata in iarde o metri. Con un fondo di regolazione aurea simile a quello del Federal Reserve System, che renderebbe possibile evitare la maggior parte dei movimenti effettivi di oro che avvenivano in passato, si potrebbe mantenere tassi di cambio invariabili, senza porre eccessivi pesi sull’operato delle banche centrali.”<sup>36</sup> L’obiettivo è

---

<sup>35</sup> Ivi, pag. 17.

<sup>36</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 123.

quello di eliminare quella che è considerata la generatrice dei movimenti di capitale a breve termine.

Questa invariabilità dei tassi di cambio serve soltanto a rimuovere alcune differenze di liquidità lasciando però la distinzione di diversi tipi di moneta che compongono il sistema monetario nazionale.

Sono le banche centrali a dover maggiormente essere sottoposte a cambiamenti; infatti queste dovrebbero detenere almeno grandi riserve auree in modo da evitare di cambiare la circolazione totale proporzionalmente ai cambiamenti delle riserve stesse. E questo è reso possibile solo e soltanto se le banche centrali avessero grandi riserve auree tali da essere utilizzate liberamente.

Per raggiungere questo risultato è necessari focalizzarsi sia sull'offerta assoluta di oro, sia sulla sua distribuzione.

“Sotto questo aspetto, sembrerebbe davvero improvvido che quei Paesi che controllano riserve auree già abbondanti, e sarebbero quindi già nella posizione di far funzionare un *gold standard* con questi requisiti, utilizzino la loro posizione per mantenere il prezzo dell'oro artificialmente alto. Se fosse volta ad un sistema di ripristino del *gold standard* internazionale, la politica di tali Paesi dovrebbe realizzare, mantenendo costanti i tassi di cambio con tutte le nazioni in posizione simile, la riduzione del prezzo dell'oro. In questo modo i flussi del metallo verrebbero diretti verso quelle nazioni che non sono ancora in grado di riprendere i pagamenti in oro. Solo quando il

prezzo dell'oro sarà sceso abbastanza da permettere a Paesi meno solidi di acquisire abbastanza riserve, si potrà tentare un ritorno generale e simultaneo a un libero *gold standard*.<sup>37</sup>

Ipotizzando di poter distribuire oro tra i Paesi in modo che ogni nazione possa cambiare la propria riserva di oro con aumenti o diminuzioni di circolazione, molti tra questi potrebbero assistere a una riduzione così grande delle riserve tale da mettere in atto tradizionali misure per proteggerle e se queste continueranno a essere inferiori al cento per cento della circolazione sarà doveroso salvaguardarle tramite una contrazione del credito.

La storia ha inoltre visto l'oro aumentare le sue fluttuazioni in modo esponenziale. Per questo, se la regolamentazione, che prevede di adeguare la circolazione della valuta all'ammontare complessivo di oro che viene importato o esportato, venisse applicata, i movimenti aurei sarebbero più piccoli di quelli avvenuti in passato.

Il principio che Hayek ha così inteso è che le banche centrali non hanno una costrizione nel far parte dell'idea secondo la quale banconote e depositi dovrebbero aumentare e diminuire proporzionalmente ai cambiamenti delle riserve. Devono quindi condizionare il volume delle banconote in modo che questo vari insieme alle riserve, cambiando spesso la quantità di moneta tralasciando le variazioni delle riserve stesse.

---

<sup>37</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015 pag. 125.

Se la banca centrale è priva di poteri allora nessun tipo di monitoraggio dei mezzi di circolazione può essere perseguito. Questa politica dovrà combattere la tendenza delle fluttuazioni del credito tramite una contrazione della base del credito.

“Per fare in modo che la moneta-credito offerta dalle banche private operi nelle stesse circostanze come un mezzo di circolazione puramente metallico, la banca centrale deve ricorrere a estrema abilità e discernimento. E tuttavia, mentre è davvero dubbio che tale ideale possa mai essere pienamente realizzato, è certo che siamo ancora lontani da esso, tanto lontani che molti rilevanti cambiamenti delle tradizionali politiche del credito sarebbero necessarie per consentirci almeno di dire che è stato raggiunto quel che è possibile.

Fino a quando le banche centrali saranno considerate-e si considereranno- soltanto come prestatori di istanza che devono fornire la liquidità resa necessaria da una una previa espansione del credito, di cui non si sono affatto curate, e fino a quando esse aspetteranno il momento in cui il mercato si rivolta contro di esse per sentirsi obbligate a controllare l'espansione, non potremo sperare di evitare ampie fluttuazioni del volume del credito.<sup>38</sup>

---

<sup>38</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 128.

Hayek concorda per questo con Hawtery che aveva affermato che “se il credito è regolato in base alle proporzioni delle riserve, i cicli economici sono destinati a ripetersi.”<sup>39</sup>

Se viene prestata attenzione alle proporzioni delle riserve, allora le banche centrali non opereranno per combattere un forte aumento dei depositi.

Non c'è inoltre una stretta relazione tra la centralizzazione della carta moneta e il principio di riserva nazionale. L'operato delle Banche di Emissione non si deve restringere soltanto all'operato di emissione della Banca di Inghilterra e allo stesso modo le singole banche dovrebbero ottenere la licenza di detenere riserve proprie o avere il potere di bloccare, in modo temporaneo, le limitazioni all'emissione di banconote, oppure emettere moneta di emergenza a un tasso più sfavorevole. Questo sistema da una parte elimina un problema della piramide del credito, dato che verrebbero diminuite le conseguenze della preferenza per la liquidità ma dall'altra le altre istituzioni praticerebbero seguendo il fondamento della riserva proporzionale e nessuno sarebbe in grado di affrontare cambiamenti cumulativi.

“Nel caso in cui ci siano numerose piccole banche, la cui sfera d'azione si sovrapponga liberamente in tutto il mondo, la cosa non è grave. Dove però si ha a che fare con i sistemi bancari esistenti, che consistono di poche grandi istituzioni che coprono il campo di

---

<sup>39</sup> R.G. HAWTERY, *Monetary Reconstruction*, London 1923, p.144.

un'intera nazione, l'ipotesi può essere difficilmente suggerita. È probabilmente un ideale che sarebbe praticabile in una federazione mondiale liberale, ma che diventa impraticabile quando le frontiere nazionali segnano anche i confini delle delle normali attività bancarie. E ciò significa che il problema pratico dell'appropriata politica delle banche centrali rimane aperto.”<sup>40</sup>

## **6. Riflessioni conclusive**

Evitando di entrare nel merito della problematica della teoria del ciclo economico, in quanto estranea alle cinque lezioni, Hayek si limita ad affermare che le suddette lezioni sono distaccate dal suo pensiero. Egli si sente impropriamente giudicato come un deflazionista.

Il suo obiettivo si riscontra nel rendere noto che, qualsiasi opinione riguardo la tendenza dell'ammontare desiderato di valuta, non può essere introdotta nel mercato interno di ogni singola nazione, la quale è integrata in un sistema economico internazionale.

Provare ed eventualmente persistere a fare ciò porterebbe inevitabilmente una instabilità, non solo per i Paesi interessati bensì per il mercato globale.

---

<sup>40</sup> F. A. VON HAYEK *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015, pag. 130.

Da ciò deriva che una politica monetaria razionale può essere posta in essere, gestita e controllata unicamente da una Autorità monetaria internazionale ovvero da una tavola rotonda delle istituzioni nazionali. Inoltre il fine che ogni Paese deve porsi è quello di rendere la circolazione di moneta quanto più possibilmente vicina a come sarebbe se fosse integrata in sistema internazionale razionalmente regolato.

Hayek è convinto che, essendo una Autorità monetaria internazionale immaginaria, qualsiasi dogma meccanico, che almeno renda certa una determinata congruenza a cambiamenti valutari interni, come il *gold standard*, sia migliore delle tante autoregolate monete nazionali indipendenti l'un l'altra. Non concedendo un consono regolamento della quantità monetaria razionale deve altresì stabilire una tenenza scontata.

Dato che il suo pensiero pone l'accento sul fatto che è la sola Autarchia che può salvare il paese dalla pazzia della politica di altre nazioni, è convinto che per sviare ai problemi più gravi si deve accogliere una regolamentazione comune, seppur ideale, per far sì che altre politiche ragionevoli siano gradite agli altri Paesi. Dunque per migliorare le regole del gioco bisogna prima di tutto capire completamente la *logica* di una unità di misura internazionale e nel trovare le vere cause di instabilità del sistema nel suo complesso. Questa è la ragione che lo ha spinto ad esplicitare queste grandi

questioni teoriche che si nascondono dietro problemi pratici. Sono le forze intellettuali che accompagnano fino all'infinito le vicende umane. Ed è per questo motivo che si è sprigionata in lui la volontà di esporre queste che considera importanti lezioni teoriche anche se può sembrare manchevole il loro scontro su quello che è praticabile.

## **BIBLIOGRAFIA**

BAGEHOT W., *Lombard street*, 1873. e V.C. Smith, *The Rational of Central Banking*, 1936

CURRIE L., *The Supply and the Control of Money in the United States*, Cambridge, 1934

GILBERT J.G., *The Review of Economic Studies*, 1982

HARROD R.F., *International Economics* 1927

HAWTERY R.G. *Currency and Credit* 1928

HAYEK F.A., *Nazionalismo Monetario E Stabilità Internazionale*, Rubettino editore, 2015

HICKS J.G. *A Suggestion For The Simplification Of The Theory Of Money*, in *Economica*, 1935

KEYNES J.M., *A Treatise on Money*, 1930

LAVINGTON F., *The English Capital Market*, 1921

MISES, *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*, Jena, 1928

SIMONS H.C., *Rule versus Authority in Monetary Policy*, 1936

SMITH V.C., *The Rational of Central Banking*, 1936