

La liquidità del sistema economico e del sistema bancario

I. — Premessa. — II. — La liquidità quale tesoreggiamento. — III. — La liquidità del sistema economico. — IV. — La liquidità del sistema bancario.

I. — Premessa (*)

I. — La esigenza di liquidità, per quanto rappresenti l'esigenza fondamentale di ogni singola banca e di riflesso dell'insieme del sistema bancario, non è tuttavia esclusiva al sistema stesso. Quella esigenza infatti si pone, sia pure con minor peso e con caratteri diversi, anche per i singoli percettori di reddito, visti quali consumatori o risparmiatori, come pure per qualsiasi azienda in qualsiasi settore e quindi in definitiva per il sistema economico visto nel suo complesso, quale che sia il regime con cui viene « governato » o « diretto ».

In questo senso è da considerare che la esigenza di liquidità non si ricollega soltanto alla necessità di provvedere agli scambi ed alle transazioni in genere, ovverossia alla necessità di avere « mezzi di scambio » o di « pagamento ». Essa si ricollega anche e soprattutto alla necessità di costituirsi un « serbatoio di valori », con cui fronteggiare le incertezze dell'avvenire. Incertezze che incombono pur sempre sui singoli individui e sulle singole aziende nonchè sull'insieme del sistema economico, avuto riguardo agli incessanti assestamenti, a carattere — per così dire — « normale », che ricorrono di ora in ora negli svolgimenti dell'attività econo-

mica, tanto per cambiamenti di bisogni o di domanda quanto per cambiamenti di tecnica o di offerta. Ed avuto riguardo anche e soprattutto alle svolte « critiche » della congiuntura, che di tanto in tanto si presentano, anche all'improvviso, in quegli stessi svolgimenti dell'attività economica.

Siffatte incertezze vengono appunto a far sentire, per i singoli e per l'insieme, l'esigenza di disporre in ogni momento di risorse « liquide » da poter consumare o investire a tempo debito con piena discrezionalità di scelta. E questa esigenza si risolve, nei riguardi dei singoli individui e delle singole aziende, non solo con la immediata provvista di « mezzi liquidi », tipicamente rappresentati dalla moneta, ma anche predisponendo per l'avvenire una maturazione di entrate liquide in misura rispondente alle previsioni delle occorrenze future. Sicchè, per un verso o per l'altro, l'esigenza di liquidità comporta, nei riguardi dei singoli individui e delle singole aziende, un contenimento degli « impieghi », ovverossia delle spese per consumi e per investimenti, rispetto alle « disponibilità », siano queste pertinenti a mezzi « propri » o siano attinte, attraverso il credito, a mezzi « altrui ». Contenimento che va considerato nel duplice aspetto cui si è accennato : tanto, cioè, nella « massa » degli impieghi rispetto alla massa delle disponibilità, quanto nella « durata » degli uni rispetto alla durata delle altre.

(*) Le argomentazioni esposte in questa « premessa » sono state svolte per esteso in apposito scritto su *Il problema della liquidità bancaria nella sua impostazione*, pubblicato in « *Bancaria* », n. 5, maggio 1951.

2. — L'averne la fermezza di attuare un siffatto contenimento: l'averne, cioè, la lungimirante prudenza di contenere non solo il ritmo dei consumi ma anche gli slanci degli investimenti, commisurandoli ad assodate disponibilità presenti e future, ha costituito da sempre il « punto d'onore » di ogni avveduto imprenditore e soprattutto il « punto d'onore » di ogni rispettabile banchiere.

Ciò non solo per l'alto valore « morale » abitualmente attribuito alla non facile « virtù » della previggenza e per l'alto prestigio di cui abitualmente viene a godere chi riesce a praticare quella virtù: ad avere, cioè, la consapevolezza di dover essere sempre prudente, soprattutto nei momenti di favorevole ascesa, commisurando il proprio passo alle proprie forze. Ma anche e soprattutto per i reali vantaggi, di carattere concreto, che possono essere acquisiti dai singoli individui e dalle singole aziende che riescono a mantenere, anche nei momenti non favorevoli, una spiccata posizione di liquidità.

La liquidità, infatti, in quanto rivolta, come è sua funzione essenziale, a fronteggiare le incertezze dell'avvenire, serve tanto per motivi « precauzionali » quanto per motivi « speculativi »: tanto, cioè, per premunirsi contro ogni evento sfavorevole, quanto per aver modo di cogliere al giusto momento ogni evento favorevole. Sicchè la liquidità può costituire la condizione necessaria non solo per sopravvivere in avverse fasi della congiuntura, ma anche per emergere nel corso di esse a fronte dei concorrenti, creando così le premesse di futuri successi.

Ed è forse superfluo sottolineare quanto ciò sia di preminente importanza per le singole banche e per l'insieme del sistema bancario, cui in ultima istanza viene a ricorrere il pubblico per provvedersi in via normale di mezzi liquidi, specialmente nei momenti nei quali si fanno maggiormente sentire, per i singoli individui e per le singole aziende, le incertezze dell'avvenire. Sicchè il mantenere o meno un alto grado di liquidità e tanto più l'essere o meno in grado di fronteggiare le vere e proprie « crisi » di liquidità a carattere congiunturale viene ad avere per il settore bancario ben diverso carattere e

ben più vasta portata di quanto non ne abbia in ogni altro settore.

3. — Naturalmente i benefici che i singoli individui e le singole aziende si ripromettono di ritrarre dalla liquidità comportano un « costo » inerente a quel contenimento degli impieghi, che — come abbiám visto — deve essere osservato dai singoli interessati.

I singoli interessati, debbono, cioè, sobbarcarsi ad un costo diretto ed immediato, da intendere — come ora ne è invalso l'uso — quale « costo di opportunità »: quale rinuncia all'utile conseguibile da un più ampio o da un più duraturo impiego delle disponibilità. Ed anzi è per effetto di questo costo che sorge per i singoli il « problema » della liquidità, così come in generale ogni problema economico sorge dalla contrapposizione dei « bisogni » e dei « costi » che si incontrano nel soddisfarli.

Quanto alla liquidità dei singoli il problema si pone perciò riguardo ai limiti fino ai quali ognuno può aver convenienza a spingersi nella ricerca di una maggiore liquidità. In altri termini, il problema della liquidità si pone per i singoli individui e specialmente per le banche in quanto nel soddisfare le esigenze di liquidità non vanno perdute di vista le esigenze di rendimento della gestione. Problema questo — diciamolo incidentalmente — la cui soluzione, per quel che riguarda le singole banche, può bensì essere agevolata dalla osservanza di date « norme » e « canoni » della politica economica in genere e della tecnica bancaria in specie, ma che in definitiva non può che essere affidata alla intuizione ed alla valutazione personale che il banchiere viene man mano a formarsi, nella continuativa trattazione del suo giro d'affari, riguardo soprattutto alle prospettive della congiuntura futura.

4. — Il problema della liquidità, per altro, non si pone soltanto nei confronti dei singoli individui o delle singole aziende, ma si pone anche e soprattutto — come s'è visto — nei confronti dell'insieme del sistema bancario ed anzi addirittura nei confronti dell'insieme del sistema economico.

Il che significa che, oltre a considerare l'accennato « costo » diretto ed immediato cui i singoli individui vengono a sobbarcarsi in contropartita della ricerca di una maggiore liquidità, occorre anche considerare il « costo » indiretto e mediato cui la collettività nel suo insieme viene ad essere esposta per riflesso della maggiore liquidità ricercata dai singoli. Costo questo da intendere, in quanto riferito alla collettività, in ben più ampio senso di quel che non sia per i singoli individui: da intendere, cioè, avuto riguardo alle molteplici influenze che la ricerca di liquidità da parte dei singoli può avere sullo insieme del sistema economico.

Anche queste influenze, per quanto molteplici, possono ricondursi al duplice aspetto sotto il quale — a quanto abbiám visto — va considerato il contenimento degli impieghi rispetto alle disponibilità. Dal primo punto di vista, e cioè quanto alla limitazione della « massa » degli impieghi, emergono soprattutto le influenze riguardanti l'andamento dell'attività economica generale: l'andamento della produzione vista nella sua continuità e quindi l'andamento del reddito e del risparmio, che — data la struttura del sistema produttivo — viene ad essere realizzato dallo impiego delle risorse disponibili. Dal secondo punto di vista, e cioè quanto alla limitazione della « durata » degli impieghi, emergono soprattutto le influenze riguardanti le fondamenta dell'attività economica generale: la struttura che viene conferita al sistema pro-

duuttivo attraverso l'impiego più o meno « intenso » e più o meno « esteso » dei capitali disponibili. E tanto dall'uno quanto dall'altro punto di vista le influenze della ricerca di una maggiore liquidità da parte dei singoli si fanno risentire soprattutto riguardo all'andamento della congiuntura: la ricerca di liquidità, nell'un senso o nello altro, pur non essendo « causa » predominante (e tanto meno esclusiva) delle fluttuazioni congiunturali, è certamente l'elemento che maggiormente contribuisce ad accentuarle ed a renderle « critiche ».

Queste influenze di carattere generale sono inerenti alla ricerca di liquidità da parte dei singoli, tanto se trattasi di singoli percettori di reddito, quanto se trattasi di singole aziende produttive in qualsiasi settore. È ovvio per altro, in relazione a quanto si è già adombrato, come anche a questi effetti ed anzi soprattutto a questi effetti, la condotta delle aziende del settore bancario viene ad avere una portata ben più vasta e ben più profonda di quella attribuibile ad aziende di ogni altro settore. Ed è per questo che il problema della liquidità del sistema bancario non può essere disgiunto da quello del sistema economico ovverossia dalla considerazione della influenza che la condotta del sistema bancario viene ad avere riguardo allo andamento della produzione ed alla formazione della struttura del sistema produttivo, visti anche nei loro riflessi sulle fluttuazioni congiunturali.

II. — La liquidità quale tesoreggiamento

I. — Che ognuno nel ricercare una maggiore liquidità potesse esercitare una qualche influenza sull'andamento dell'attività economica generale era stato ammesso fin dai primi albori del pensiero economico, avuto riguardo a quel tanto di ricerca di liquidità che si identifica nel tesoreggiamento. A quel tanto, cioè, che si risolve in una domanda di moneta quale « serbatoio di valori », per fronteggiare le incertezze dell'avvenire.

Può anzi dirsi che da che mondo è mondo, fin dalla favola di Mida, si è avuto sempre un vago senso di opposizione avverso i te-

soseggiamenti di denaro: avverso la « auri sacra fames » vista quale esecranda brama dell'oro contraria al generale interesse. E di poi, man mano, gli svolgimenti del pensiero economico hanno portato appunto ad intravedere nel tesoreggiamento un elemento contrario al progresso economico: a ritenere, cioè, che il tesoreggiamento comportasse un rallentamento dell'attività economica e quindi un « costo » per la collettività. Il che, sia pure con diverse espressioni, era considerato cosa ovvia su cui non occorresse soffermarsi: bastava riferirsi alla diminuzione

di domanda effettiva insita nel tesoreggiamento, ricollegando a siffatta diminuzione, in via diretta ed immediata, ogni dannosa conseguenza attribuita al tesoreggiamento. È così chi voglia ancor oggi aprire il già tanto celebre *Dictionnaire* del Coquelin, del 1854, può leggervi, nella prosa del Courcelle Seneuil, alla voce «trésor», che il tesoreggiamento «impoverisce la nazione presso la quale si manifesta» in quanto dà luogo «ad una minore domanda di lavoro e ad una diminuzione del valore complessivo della produzione».

Può dirsi con ciò che, fin dai classici, il tesoreggiamento era considerato quale la «spina nel fianco» delle «armonie economiche». Infatti, con l'ammettere che il tesoreggiamento portasse ad impoverire la nazione, si veniva ad infirmare la fondamentale proposizione di Adamo Smith, assunta per valida anche nei riguardi della «parsimonia», secondo la quale «ciascuno nel perseguire il proprio interesse promuove frequentemente quello della collettività più efficacemente di quando egli intenda espressamente promuoverlo» (Bk. IV, Ch. 2). Così lo Stuart Mill, nel ribadire, nella sua «terza proposizione sul capitale», che quel che è risparmiato è anche speso, avvertiva espressamente che «se il risparmio è soltanto accantonato per usi futuri è allora da dire che viene tesoreggiato, e fin quando è tesoreggiato non è consumato», il che implicava che il risparmio anziché essere fruttuoso fosse controproducente per la collettività. Si ammetteva, così, che il tesoreggiamento facesse venir meno la «Legge del Say» secondo la quale «ogni offerta crea la sua domanda»: facesse proprio venir meno la «teoria degli sbocchi» sulla quale in definitiva riposava la concezione ottimista della libertà economica.

Questa «spina nel fianco» tuttavia non destava molto interesse e tanto meno destava sentite preoccupazioni. Il tesoreggiamento, infatti, era considerato come cosa eccezionale ed anzi anormale. È così il Say, mentre in sostanza ammetteva anch'egli che il tesoreggiamento potesse infirmare la «sua» teoria degli sbocchi, non vi attribuiva importanza, partendo dal presupposto che ognuno è sollecito non solo nel vendere il

suo prodotto, ma anche «nel liberarsi dal denaro, il cui valore è deperibile» (nel *Traité* del 1803).

Ogni interesse per il tesoreggiamento e per le sue conseguenze è andato poi affievolendosi, fin quasi a scomparire, con il diffondersi del credito e delle banche. Funzione essenziale delle banche era, infatti, considerata quella di rendere fruttuosi per la collettività gli sterili tesoreggiamenti di denaro: le banche nel dare in prestito per scopi produttivi il denaro ad esse affidato in deposito da chicchessia, anche cioè da parte dei tesoreggiatori di denaro, venivano ad evitare che le «esecrande brame» dei tesoreggiatori stessi si risolvessero effettivamente in un «impoverimento della nazione».

2. — È occorsa la «rivoluzione keynesiana» della «*General Theory*» del 1936 per rovesciare questo modo di vedere e per rimettere alla ribalta il tesoreggiamento, quale uno degli elementi che maggiormente influiscono sull'attività economica generale: sul grado, cioè, di occupazione dei lavoratori e quindi sulla formazione del reddito e del risparmio.

Il Keynes, infatti, è venuto ad individuare nella «propensione al tesoreggiamento» — da lui ravvisata in quella particolare forma di «preferenza per la liquidità» che si ricollega a motivi «speculativi» (visti riguardo al futuro andamento del tasso d'interesse) — la ragion d'essere di una persistente insufficienza della domanda effettiva. Insufficienza che sarebbe caratteristica della fase attuale dell'economia capitalistica, non solo in via immediata per contingenze occasionali, ma anche a lungo andare per ragioni continuative. Sicché al tesoreggiamento andrebbe fatta risalire quella perenne tendenza al ristagno che — sempre secondo il Keynes della «*General Theory*» — sarebbe incombente al sistema capitalistico quale minaccia di una sua dissoluzione.

È per questo che i tratti nei quali la «*General Theory*» acquista maggior calore, per il suo deciso carattere di avversione a secolari tradizioni e di apostolato a radicali innovazioni, sono proprio quelli nei quali egli ha inteso rovesciare l'abituale visione della liquidità, che assume, secondo le parole del

Keynes, la figura di un «feticcio». Sicché, per dirla con le parole dell'Einaudi (in «*Rivista di storia economica*», 1939, p. 155), la preferenza per la liquidità «è apparsa nei libri del Keynes come il deus ex machina del sistema economico odierno, ... come la testa di turco su cui battere affibbiandole la responsabilità di tutto quel che di male accade: le crisi, i fallimenti, la disoccupazione, lo strozzamento del commercio internazionale, la rivalità degli stati e dunque il finimondo».

Per questa china l'avversione alla liquidità porta ad avversare la «prudenza» finanziaria e la finanza «sana» od «ortodossa». Così, a proposito della generale tendenza a largheggiare negli ammortamenti, la «*General Theory*» ci dice che «i fondi di ammortamento tolgono ai consumatori delle possibilità di spesa assai prima che si incorra nella spesa per i rimpiazzi e, se questo effetto è aggravato dalla prudenza finanziaria intesa a depennare il costo iniziale prima dell'effettivo deperimento, le conseguenze a carattere cumulativo possono essere assai serie» (p. 100), sicché «la prudenza finanziaria è responsabile di diminuire la domanda complessiva e quindi di abbassare il benessere» (p. 105). Cosa questa che viene reiteratamente ribadita nei successivi capitoli della «*General Theory*», sempre con irrisione alla «prudenza» finanziaria (pp. 109, 131), nonché alla finanza «sana» (pp. 101, 130) ed al «conservatorismo» finanziario (p. 126), visto specialmente quale «saggezza del soldino della finanza gladstoniana» (p. 362). È così a proposito della generale tendenza ad investire le risorse in attività liquide, la «*General Theory*» ci dice che «di tutte le massime della finanza ortodossa nessuna è di certo maggiormente antisociale del feticcio della liquidità, della dottrina cioè secondo la quale sarebbe una virtù positiva da parte delle aziende che investono il concentrare le loro risorse nel possesso di attività di pronto realizzo» (p. 155).

3. — Questa così radicale avversione alla liquidità vista quale tesoreggiamento si ricollega naturalmente ai tratti basilari del sistema keynesiano.

Si ricollega specialmente alla spiccata evidenza che viene data nella «nuova economia» alle variazioni di reddito inerenti ad ogni processo di adeguamento delle diverse quantità economiche che debbono, assiomaticamente, bilanciare nel loro insieme (quali, ad es., domanda ed offerta, investimenti e risparmio, etc.). All'aver messo in luce, in sostanza, che in ogni processo di adeguamento, oltre alle variazioni nelle quantità dei diversi elementi che in ogni momento debbono necessariamente eguagliarsi l'un con l'altro, si hanno anche insopprimibili variazioni nel reddito complessivo, in quanto quel medesimo processo di adeguamento dà anche luogo a variazioni nella domanda effettiva.

Queste variazioni di reddito connesse alle variazioni di domanda effettiva avrebbero spiccata importanza soprattutto nel processo di adeguamento tra investimenti e risparmio per effetto del tesoreggiamento, il quale farebbe sì che, col crescere del risparmio in forma monetaria, il tasso d'interesse, visto pure nella sua espressione monetaria (e, cioè, nel linguaggio del Keynes, quale «premio per la rinuncia alla liquidità»), non declinerebbe nella misura necessaria ad allettare un corrispondente aumento degli investimenti. In siffatta eventualità, quindi, il risparmio in forma monetaria, mentre da un canto implicherebbe una diminuzione nella spesa per consumi, non comporterebbe un corrispondente aumento nella spesa per investimenti. Da ciò la possibilità di una carenza dell'insieme della domanda effettiva, in relazione alla quale la quota di reddito che non verrebbe consumata dai singoli individui, e verrebbe mantenuta da essi in forma monetaria, verrebbe — per così dire — inghiottita dal sistema economico, in quanto si risolverebbe in una riduzione del reddito complessivo della collettività. Questa riduzione, connessa alla preferenza per la liquidità vista specialmente quale propensione al tesoreggiamento, potrebbe persistere in via continuativa in quanto col crescere della produzione potrebbe accrescersi la quota di reddito risparmiata in forma monetaria senza dar luogo ad un declino del tasso d'interesse in misura adeguata a promuovere nuovi investimenti. La moneta

sarebbe allora « un pozzo senza fondo per il potere d'acquisto » tesoreggiato (p. 231). Il che comporterebbe, attraverso la disoccupazione, persistenti falcidie del reddito complessivo: falcidie che rappresenterebbero, in sostanza, per l'insieme della collettività, il costo inerente alla ricerca di liquidità da parte dei singoli.

4. — Non è certo il caso di riandare alle complesse discussioni svoltesi sugli aspetti teorici di questa concezione keynesiana, discussioni che — è ben noto — sono state particolarmente vive per quei tratti nei quali il Keynes ha inteso, non già integrare, ma rigettare la teoria tradizionale, come — ad es. — egli si era deliberatamente proposto per la teoria dell'interesse (da lui qualificata addirittura quale « a nonsense theory », pagina 179).

Basti dire rispetto a questa che è stato compito della critica recente mettere in chiaro che la teoria « monetaria » keynesiana può essere riconciliata con altre teorie monetarie, nonché — quello che più conta — con la teoria classica riferita ad elementi « reali ». Il che, se da un canto ha tolto alla teoria keynesiana del tasso d'interesse quel carattere di radicale innovazione cui il Keynes stesso attribuiva tanto peso, ha d'altro canto portato a riconoscere l'importanza dell'angolo visuale dal quale egli ha guardato il processo di adeguamento tra investimenti e risparmio, mettendo cioè in primo piano le variazioni nel reddito complessivo connesse ai risparmi ed agli investimenti individuali.

Da questo angolo visuale si vede, infatti, meglio che da ogni altro, come il tesoreggiamento, sempreché non sia accompagnato da un correlativo aumento nella quantità di moneta in essere, possa implicare contrazioni nel reddito complessivo che possono rendersi estremamente gravi, essendo suscettibili di dar luogo a regressioni « cumulative ». Il che per altro può essere esposto in termini elementari, con diretto riferimento alla diminuzione di domanda effettiva insita nel tesoreggiamento, come nelle primitive vedute tradizionali sopra accennate, senza risalire al processo di adeguamento tra inve-

stimenti e risparmi e senza quindi far entrare in gioco le variazioni del tasso di interesse.

5. — In questo senso basta considerare che ciascun singolo Tizio che tende a costituirsi una maggior provvista di moneta per tesoreggiarla quale « serbatoio di valori » non può far altro che ridurre l'impiego della moneta che si trova già, o che entra, in sue mani lasciandola giacente presso di sé. Il che se da un canto comporta, a parità di entrate, una riduzione nella velocità di circolazione della moneta, comporta d'altro canto una riduzione delle spese ovvero della domanda effettiva di Tizio.

Questa diminuzione di domanda effettiva di beni da parte di Tizio implica che qualcuno degli altri individui che rispetto a Tizio costituiscono il « resto del mondo » e cioè un Cajo qualsiasi veda ridurre il proprio smercio. Di per sé stessa questa riduzione di smercio non avrebbe grandi conseguenze se quel Cajo non reagisse, a sua volta, alla riduzione medesima: se fosse, cioè, disposto a « detesaurizzare » lui di tanto quanto « tesaurizza » Tizio, ovvero a ridurre la sua provvista di moneta di tanto quanto Tizio avrebbe intenzione di accrescerla. In tal caso, infatti, non si avrebbe per l'insieme della collettività alcun « tesoreggiamento »: il tutto si limiterebbe ad una riduzione nelle quantità vendute e nei prezzi di vendita della merce normalmente smerciata — e quindi prodotta — da Cajo, il quale in sostanza arginerebbe il tesoreggiamento di Tizio, rassegnandosi lui a lasciar ridurre il proprio reddito senza reagire con una riduzione dei propri acquisti. Ma sarebbe questa una ipotesi irrealistica: è ovvio, infatti, esser meglio conforme alla realtà della vita quotidiana osservata da ognuno — nonché ai moderni schemi della « funzione del consumo » — assumere che la riduzione nel reddito di Cajo induca Cajo a ridurre le proprie spese.

Allora, e solo allora, si presenta una vera e propria tendenza al tesoreggiamento per l'insieme del sistema economico, rispetto al quale evidentemente non conta gran che il fatto che Tizio tenda a sostituirsi a Cajo, e Cajo sia disposto a farsi sostituire da Tizio,

nella detenzione di una data quota di moneta in essere. Gli svolgimenti della situazione divengono invece profondamente diversi allorché, mentre Tizio vuol accrescere la sua provvista di moneta, restando invariata la quantità complessiva di moneta in essere, anche Cajo vuol fare altrettanto per la sua provvista o quanto meno non è disposto a ridurla. Si viene allora, e solo allora — ripetesi —, ad avere una tendenza al tesoreggiamento per l'insieme del sistema economico, tendenza che avrebbe rilevanti conseguenze, con effetti « cumulativi », quanto alla riduzione della domanda effettiva e del reddito complessivo, sempreché resti invariata la quantità di moneta in essere.

In questa eventualità, infatti, la riduzione « secondaria » o « indotta » che viene ad aversi nelle spese e cioè nella domanda effettiva di Cajo viene ad avere effetti analoghi a quelli che si erano avuti per la riduzione « primaria » delle spese e della domanda effettiva di Tizio. Si deve, cioè, avere necessariamente una riduzione nello smercio di un qualsiasi Sempronio, che a sua volta vede ridotto il proprio reddito e viene quindi ad essere indotto a ridurre le proprie spese. E così via dall'uno all'altro dei componenti la collettività, con una sempre più diffusa e cumulativa riduzione dei redditi individuali, che viene man mano a « moltiplicarsi » per l'insieme della collettività, fin quando non si raggiunga — secondo l'antica dizione — un « equilibrio per sottrazione ».

Al qual proposito è da considerare che, sempre nel presupposto resti invariata la quantità complessiva di moneta in essere, i singoli individui possono bensì sottrarsi moneta l'uno all'altro, ma non pervengono in tal modo a soddisfare la tendenza al tesoreggiamento per l'insieme del sistema economico. E più precisamente quella tendenza non potrebbe non restare allo stato potenziale e cioè insoddisfatta in via assoluta e finirebbe perciò con l'essere soddisfatta (se così si può dire) solo in via relativa e cioè in rapporto al diminuito reddito complessivo. La diminuzione del reddito farebbe, infatti, sentire sempre meno ad ognuno le esigenze di moneta, fino ad estinguere (non per soddisfacimento, ma per eliminazione)

l'iniziale tendenza ad una maggiore provvista di moneta. In altri termini, il processo involutivo della diminuzione del reddito dovrebbe spingersi fino ad equilibrare (« per sottrazione ») le preferenze per la liquidità dei singoli viste nel loro insieme (ovverossia l'insieme di « encaisse désirée ») con la quantità di moneta in essere.

E così, fin tanto che si assume che l'offerta di moneta sia rigida, è incontestabile che ogni qualvolta si abbia per l'insieme della collettività una maggiore domanda di moneta da tesoreggiare quale « serbatoio di valori », ne debba necessariamente conseguire un processo involutivo della occupazione e del reddito. La involuzione del reddito viene così ad essere inevitabile, anche a prescindere da qualsiasi variazione nel tasso d'interesse, per il fatto stesso della contrazione della spesa, che si pone quale inscindibile contropartita della tendenza ad una maggiore provvista di moneta. E su tale contrazione di spesa gioca in senso involutivo il « moltiplicatore » inerente alla accennata « funzione del consumo », simmetricamente a quanto messo in rilievo dal Keynes per gli effetti espansivi connessi agli allargamenti dei consumi.

6. — Questa traduzione del ragionamento del Keynes in termini elementari può facilitare la comprensione di quei tratti della di lui concezione della preferenza per la liquidità che sono realmente fecondi. Ma può anche servire a mettere in luce come quella concezione sia inficiata da un « errore » che fa venir meno quel carattere « generale » che il Keynes aveva inteso dare alla sua « rivoluzione ».

Indubbiamente è stato di grande rilievo per il progresso della teoria e della politica economica il riportare l'attenzione di ognuno sul processo di formazione del reddito, mettendo in risalto che questo processo, avuto riguardo all'insieme del sistema economico, viene — per così dire — a « chiudersi » in ogni istante, nella simultanea contrapposizione delle diverse manifestazioni dell'attività economica. Far meglio intendere, cioè, che nella formazione del reddito per la collettività nel suo complesso, non si procede per

tappe successive, come nei capitoli di un manuale elementare di economia: dalla produzione dei beni, alla creazione dei capitali, alla circolazione ed alla distribuzione della ricchezza e quindi in definitiva al suo consumo. Ma che invece le varie manifestazioni si condizionano e si integrano simultaneamente l'una con l'altra. Sicchè un dato livello di reddito in tanto può mantenersi nel decorso del tempo in quanto ad una data produzione si contrapponga simultaneamente, in ogni istante, una data creazione di capitali ed anche un dato consumo, senza possibilità di « accantonamenti » o di « rinvii » che, a meno non si compensino l'un con l'altro, non possono non riflettersi istantaneamente sulla formazione del reddito. In altri termini non ha senso discutere, per l'insieme della collettività, se il risparmio debba precedere gli investimenti o possa essere ad essi spostato: quel che è risparmiato, senza essere nel contempo investito, è perduto in quanto non può non risolversi in una diminuzione del reddito. In nessun campo più che in quello della formazione del reddito vale la massima « quel che è perduto è perduto per sempre ».

In questo quadro, che non fa altro che rispecchiare la simultaneità delle condizioni (od « equazioni ») poste dalla teoria dello equilibrio economico generale, il guardare il mondo economico nei suoi aspetti transenti di momento in momento, come fa il Keynes, è non meno necessario dell'aver l'occhio agli aspetti persistenti a lungo andare. Il « guardare avanti » nel futuro ed il considerare soprattutto come si possano rafforzare le fonti del reddito, rendendo la struttura della produzione sempre meglio dotata di una efficiente attrezzatura, ha costituito una persistente e ben giustificata tendenza della teoria economica e riguardo ad essa può valere solo quale arguta facezia la tipica espressione keynesiana « a lungo andare siamo tutti morti ». Ma, d'altro canto, il guardare il processo della formazione del reddito nella sua immediatezza, piuttostochè il processo di potenziamento della struttura economica nei suoi futuri svolgimenti, può significare un efficace richiamo all'antica saggezza del « carpe diem ».

Con questa premessa va intesa la « morale » che vien fatto di dedurre dagli schemi elementari con i quali, nel contrapporre « Tizio » al « resto del mondo », abbiamo cercato di delineare la influenza che il tesoreggiamento dei singoli può avere sulla formazione del reddito per la collettività. Appunto questi schemi mettono in luce che il risparmio dei singoli individui, in quanto tesoreggiato, può rendersi non solo « sterile » ma anche « abortivo » per l'insieme della collettività: non solo non darebbe luogo ad alcuna creazione di capitali e quindi ad alcun aumento di produttività per il futuro, ma anche ridurrebbe nel momento presente il reddito che la collettività ritrae dalle risorse disponibili. E mettono anche in luce che questi effetti involutivi, mentre possono presentarsi in ogni momento ed in ogni fase della congiuntura, per il manifestarsi di una generale tendenza al tesoreggiamento, possono di per sé stessi influenzare decisamente la congiuntura, poichè una volta avviati verrebbero a propagarsi e quindi a moltiplicarsi, semprechè perduri quella tendenza, trovando un arresto soltanto nella diminuzione del reddito complessivo. Il che implica che, anche in un andamento di progressivo sviluppo, una momentanea flessione nel processo di formazione del reddito, in quanto provochi o venga comunque seguita da tesoreggiamento, potrebbe non solo rallentare od arrestare quello sviluppo, ma anche invertirlo in una involuzione regressiva.

Superfluo sottolineare la « portata » di queste eventualità, riguardo alle quali non ci si limita ad ammettere — come ormai viene generalmente ammesso — che il processo di adeguamento tra investimenti e risparmi, data la sua particolare complessità, comporti inevitabili divari di tempo ed attriti d'ogni genere. Le eventualità di cui trattasi non portano ad individuare occasionali dispersioni o mutilazioni del risparmio che i singoli individui mettono in serbo: esse piuttosto tendono a far ravvisare nel risparmio stesso un motivo di perdita ovvero una « via di fuga » del reddito della collettività.

E tutto questo emerge, guardando gli schemi elementari nei quali si contrappone « Tizio » al « resto del mondo », anche a pre-

scindere da quelle variazioni del tasso di interesse sulle quali il Keynes si era deliberatamente basato. La eventualità di involuzioni regressive del reddito possono, cioè, aversi quale che sia il livello del tasso d'interesse: non solo, quindi, per i paesi ad alto sviluppo capitalistico per i quali quel livello sia sceso talmente da precludere ogni ulteriore caduta, ma anche per i paesi quali il nostro ancora soggetti ad alto tasso di interesse.

7. — Gli stessi schemi elementari, per altro, nel confermare che effettivamente possono aversi per l'insieme della collettività le involuzioni regressive attribuite dal Keynes al tesoreggiamento dei singoli, danno anche modo di risalire a quel tale « errore » che, a nostro modo di vedere, si annida nel ragionamento del Keynes. Errore che — diciamolo subito — consiste nel non tener conto che le banche, nelle fasi di normale sviluppo della attività economica, sono indotte dal tesoreggiamento dei singoli ad estendere i crediti da esse concessi al pubblico e vengono così a porre in essere un « correttivo » del tesoreggiamento stesso tale da far venire meno ogni sua influenza depressiva sul reddito e sulla congiuntura. Cosa che viene intravista dal comune buon senso nel raffigurare quale funzione essenziale delle banche quella — già ricordata — di rendere fruttuosi per la collettività gli sterili tesoreggiamenti degli individui.

In sostanza il tesoreggiamento in tanto dà luogo ad involuzioni regressive in quanto alla maggior domanda di moneta insita nel tesoreggiamento stesso si contrapponga una immutata quantità di moneta in essere. La involuzione regressiva va fatta risalire al contrasto fra quel tanto di moneta che i singoli individui vorrebbero tendenzialmente avere (che essi, cioè, desiderano quale « encaisse désirée ») e quel tanto che essi nel loro insieme possono effettivamente avere. Ed è ovvio che siffatto contrasto verrebbe meno, e con esso verrebbe meno ogni involuzione regressiva, se a fronte di una accresciuta domanda di moneta venisse accresciuta anche la correlativa offerta.

Il Keynes, nel riconoscere questa possibilità, ha deliberatamente ed insistentemente escluso che essa effettivamente possa realizzarsi nelle circostanze in cui oggi viviamo, in relazione alle quali la moneta avrebbe, a suo modo di vedere, « una elasticità di produzione e di sostituzione pressochè nulla » (pp. 230-6). Ed appunto per questo egli è portato a concludere, con il consueto scintillio della sua esposizione, che « la disoccupazione si sviluppa perchè gli uomini vogliono la luna: gli uomini non possono essere occupati se l'oggetto dei loro desideri, e cioè la moneta, è qualcosa che non può essere prodotta e la cui domanda non può essere prontamente fronteggiata » (p. 235).

Senonchè proprio in questo modo di vedere si annida l'errore che inficia le conclusioni a carattere « generale » del ragionamento del Keynes. Nelle circostanze in cui oggi viviamo, anche la moneta, come ogni altro bene, può e viene ad essere « prodotta » a seconda della domanda. Ed anzi le caratteristiche della moneta di questa nostra epoca sono proprio opposte a quelle prospettate dal Keynes, in quanto essa presenta una elevata elasticità di produzione e di sostituzione. Infatti, il processo di « creazione » della moneta creditizia, specialmente per quel che riguarda i depositi bancari, presenta nella sua complessità la particolare caratteristica di far sì che — come vedremo — la « produzione » e quindi la offerta di moneta dipenda dalla sua domanda, ovvero sia dalla propensione al tesoreggiamento ed anzi, in generale, dalla preferenza per la liquidità.

8. — Invero che l'offerta di moneta non fosse rigida fin quando si aveva una effettiva circolazione metallica in oro lo ammette lo stesso Keynes, sia pur limitatamente ai paesi largamente dotati di miniere d'oro. Ed anzi una delle sue più argute frecciate avverso la prudenza finanziaria è stata formulata proprio nel mettere in rilievo come lo « scavar buche nelle viscere della terra » per trarne fuori metalli preziosi (o, paradossalmente, bottiglie sotterrate piene di banconote) abbia costituito in passato e potrebbe costituire ancor oggi un valido antidoto della

disoccupazione ed un mezzo appropriato per aumentare il reddito reale della collettività (pp. 130, 221). Il che ci è stato poi confermato da uno dei più fedeli divulgatori della « *General Theory* », il Dillard (in *The Economics of J. M. Keynes* 1949, p. 201): « per quel tanto in cui l'oro continua a far parte della offerta di moneta, si ha una qualche mitigazione della disoccupazione. Nella depressione quando i prezzi cadono e il valore della moneta, oro compreso, sale, le miniere d'oro tendono ad impiegare maggior lavoro che nella prosperità. Nei paesi con miniere d'oro questo può pertanto avere importanza nel controbilanciare la disoccupazione di altre industrie ». È indubbiamente, pur dovendosi tener conto — in questo come in ogni altro caso di accresciuta domanda — del tempo necessario alla realizzazione dell'effettivo aumento dell'offerta, non può certo dirsi che l'offerta di metalli preziosi sia stata rigida.

Così, a riandare agli schemi precedenti, può ritenersi che, in regime di circolazione metallica, la maggior domanda di moneta da parte di quel qualsiasi Tizio cui ci siamo riferiti, mentre implicava da un canto una corrispondente diminuzione nella domanda effettiva di beni in genere, comportava da altro canto una correlativa maggior domanda di quel particolare bene (e cioè di oro e di argento) che veniva ad essere adoperato per moneta. È allora quel qualsiasi Cajo il cui smercio veniva ad essere ridotto per riflesso della diminuita domanda di Tizio, e che dobbiamo sempre supporre non essere disposto a rassegnarsi a siffatta riduzione, si sarebbe trovato ad avere aperta non una sola, ma ben due vie attraverso cui reagire. È cioè, oltre a dar luogo alla riduzione delle proprie spese con gli effetti cumulativi che abbiamo già considerato, avrebbe potuto accingersi alla produzione del nuovo bene richiesto da Tizio e cioè alla creazione di nuova moneta attraverso la produzione del relativo metallo.

Questa seconda eventualità così schematizzata raffigura proprio quel che realmente avveniva in regime di moneta metallica. Basti ricordare che in Cajo si è inteso raffigurare non un singolo determinato individuo ma tutto il resto del mondo che sta a fronte

di Tizio. È così non è detto che la produzione del metallo dovesse essere effettuata proprio da quel medesimo individuo che veniva a subire una riduzione nel proprio smercio per la diminuita domanda di Tizio. Non importa che, nell'intreccio dei complessi rapporti del resto del mondo, un Sempronio si sostituisse a Cajo ed un Mevio si sovrapponesse a Sempronio.

Inoltre, cosa questa di maggior rilievo, non è detto che l'oro e l'argento dovessero in realtà esser prodotti « direttamente » con l'industria del paese stesso: potevano piuttosto essere prodotti, e in realtà sono stati soprattutto prodotti « indirettamente » attraverso gli scambi internazionali. Attraverso, cioè, il ben noto processo equilibratore delle reciproche domande effettive dei diversi paesi, basato soprattutto sul flusso dei metalli preziosi. È così, riandando ai nostri schemi, Cajo avrebbe potuto reagire alla diminuita domanda di Tizio esportando il bene non più richiesto da questi e ricostituendo così le sue disponibilità monetarie, senza lasciarsi andare a sua volta a quella riduzione secondaria di domanda effettiva che avrebbe dato avviamento al processo involutivo.

Per un verso o per l'altro, dunque, una accresciuta propensione al tesoreggiamento ed anzi, in generale, una accresciuta preferenza per la liquidità finiva col dar luogo, in regime di moneta metallica, ad una maggiore offerta di moneta, non solo dall'interno per i paesi con una propria produzione di metalli preziosi, ma anche dall'estero per il gioco dei livelli dei prezzi e dei flussi monetari internazionali. Ciò quali che fossero i « motivi » della accresciuta preferenza per la liquidità.

9. — Il presupposto keynesiano della rigidità dell'offerta di moneta sta perciò a significare che col passaggio dal regime di moneta metallica al regime di moneta creditizia si sarebbe avuto un radicale cambiamento quanto alle possibilità di soddisfacimento della domanda di moneta.

Ed effettivamente, secondo il Keynes, nello attuale regime di moneta creditizia la quantità complessiva di moneta in essere sarebbe divenuta « fissa », nel senso che essa potrebbe bensì essere « deliberatamente » accresciuta

dalle autorità monetarie (p. 230), ma non dal pubblico (p. 174). Ciò non solo per quel che riguarda la moneta « legale » e cioè le banconote, ma anche per quel che riguarda la moneta « bancaria » e cioè i depositi: siano essi « a vista », siano essi « vincolati ».

A fronte di una accresciuta domanda di moneta potrebbe quindi essere accresciuta anche la contrapposta offerta: ma ciò solo per una « deliberata » azione delle autorità monetarie, che sarebbero in certo senso arbitre di dar luogo o meno a siffatto aumento, anche per quel che concerne i depositi, indipendentemente dal beneplacito del pubblico. Indipendentemente, cioè, dall'essere il pubblico disposto a concorrere — come è invece necessario venga a concorrere, attraverso la « preferenza per la liquidità », specialmente per quel che riguarda i depositi — affinché quell'aumento possa effettivamente realizzarsi.

Questo modo di vedere, radicato nel sistema keynesiano ed accolto anche da economisti non seguaci del Keynes, si ricollega ad un particolare modo di intendere la ingarbugliata questione della « creazione » dei depositi, secondo l'interpretazione data dal Robertson fin dal 1928 (nella terza delle sue « proposizioni » sulle « *Theories of Banking Policy* », riprodotte negli « *Essays* » del 1940, p. 42), ricalcata poi nei seguenti termini dal Keynes nel « *Treatise* » del 1930: « il volume delle giacenze di cassa dipende dalle decisioni dei banchieri ed è 'creato' da essi: il volume delle giacenze reali dipende dalle decisioni dei depositanti ed è 'creato' da essi » (v. I, p. 214). In altri termini il pubblico non potrebbe influire sulla « quantità » di moneta (depositi compresi) espressa in termini di unità monetarie (ad es., in tante lire o dollari): potrebbe influire solo sul « valore » di dette unità monetarie rispetto ai beni, attraverso l'impiego più o meno intenso di esse ovvero attraverso la velocità di circolazione impressa alla moneta. Sicché una accresciuta preferenza per la liquidità, nel comportare una riduzione della velocità di circolazione della moneta, verrebbe bensì a far variare il « valore » della moneta, ma non eserciterebbe influenza alcuna sulla sua « quantità ».

10. — Senonché questo modo di interpretare la « creazione » dei depositi bancari, per quanto abbia consentito, sotto una così alta autorità in materia quale il Robertson, di introdurre decisive innovazioni in vari punti della teoria monetaria, è risultato infondato proprio nel punto che maggiormente interessa riguardo al presupposto della concezione keynesiana.

A considerare, infatti, l'aggregato complessivo della moneta creditizia, quale insieme di moneta legale e di moneta bancaria, le aggiornate interpretazioni della « creazione » dei depositi valgono bensì a mettere in rilievo che un aumento nei crediti concessi da parte dell'insieme del sistema bancario (compreso — s'intende — l'istituto di emissione) costituisce la condizione indispensabile perché si possa avere un aumento nella moneta creditizia. Diversamente può aversi una sostituzione di moneta bancaria a moneta legale, come nel caso di depositi costituiti con effettivo versamento di banconote da parte del depositante. È viceversa. Ma non può mai aversi, ripetersi, un aumento nello insieme della moneta creditizia senza un aumento nell'ammontare complessivo dei crediti concessi da parte dell'insieme delle banche, ammontare che, per altro, pur ricollegandosi alle richieste del pubblico, visto quale debitore delle banche, non dipende soltanto dal consenso del pubblico stesso, tanto più se si ha un evoluto mercato creditizio, tale da consentire le cosiddette operazioni di « mercato aperto » (acquisto di titoli da parte del sistema bancario).

Le aggiornate interpretazioni della « creazione » dei depositi valgono altresì a mettere in rilievo che l'aumento dei crediti concessi da parte dell'insieme del sistema bancario, oltre ad essere necessario, esercita una influenza più o meno profonda, a seconda di molteplici circostanze, sull'aumento della moneta creditizia, in quanto l'andamento della « raccolta » è influenzato dall'andamento degli « impieghi ». Ciò non solo perché lo aumento degli impieghi in investimenti produttivi può promuovere incrementi di reddito e di risparmio, ma anche e soprattutto perché l'aumento della raccolta non è affatto in proporzione all'aumento complessivo del ri-

sparmio della collettività. Secondo l'incisiva espressione del Pantaleoni, i depositi bancari rappresentano rispetto al risparmio reale complessivo « una frazione ignota di una frazione pure ignota di un tutto ignoto » (dagli « Atti del 1° Congresso Internazionale del Risparmio, 1924 », riprodotti in « *Studi storici di economia* », 1936, p. 530). Ed anzi può aversi un aumento dei depositi senza alcun aumento nei beni reali « risparmiati »: basta che aumenti il grado della « mobilitazione bancaria » dei beni esistenti ovvero sia che ciascuno aumenti la quota delle proprie disponibilità patrimoniali tenuta sotto forma di crediti verso il sistema bancario piuttosto che sotto forma di crediti di altra natura o sotto forma di beni reali. Il che, in una economia a crescente sviluppo creditizio, può essere e viene conseguito per diverse vie, ma soprattutto per effetto della « concatenazione » creditizia: per il fatto, cioè, che non solo nel campo dei produttori ma anche in quello dei consumatori si ha tutta una concatenazione di rapporti di dare ed avere, di modo che l'entità dei crediti da ogni singolo individuo accordati ad altri — e quindi in definitiva al sistema bancario — è influenzata largamente e decisamente dall'entità dei crediti che vengono concessi all'individuo stesso da parte di altri e quindi in definitiva dal sistema bancario. Ed a siffatta concatenazione creditizia si ricollega soprattutto, seppur non esclusivamente, la possibilità — come usa dirsi — di « crear crediti dal nulla » e cioè senza un aumento nella base tangibile di beni reali sui quali viene elevato l'edificio creditizio.

Sono queste, superfluo rilevarlo, innovazioni profonde, che hanno consentito di mettere in rilievo la grande importanza che ha la condotta del sistema bancario quanto alla creazione della moneta creditizia: come, cioè, le banche non siano soltanto « distributrici » dei depositi da esse raccolti, ma ne siano anche « creatrici », in quanto concorrono alla formazione dei depositi stessi. Si arriverebbe però ad estremo opposto delle concezioni tradizionali e si incorrerebbe quindi in un errore opposto a quello insito in esse nel non riconoscere che le preferenze del pubblico entrano anch'esse in gioco nella forma-

zione dei depositi. Infatti, contrariamente alle vedute del Robertson ricalcate dal Keynes, la creazione della moneta creditizia, specialmente per quel che riguarda i depositi bancari, non dipende soltanto dall'azione delle banche, ma comporta anche il concorso del pubblico visto nella sua veste di debitore e soprattutto in quella di creditore del sistema bancario.

Sicchè se per la creazione della moneta creditizia è necessario da un canto un aumento nell'insieme dei crediti concessi dal sistema bancario, è non meno necessario da altro canto che il pubblico visto nel suo insieme sia disposto ad aumentare le proprie disponibilità tenute in forma monetaria: che aumenti, cioè, la « preferenza per la liquidità » sia pure quale « propensione al tesoreggiamento ».

II. — Questo punto che è quel che maggiormente interessa riguardo al presupposto della concezione keynesiana non viene in adeguata evidenza fin quando nel discutere il problema della creazione dei depositi si fa un tutt'uno della moneta « legale » e della moneta « bancaria », cosa questa che, pur potendo giovare ad altri riguardi, non giova affatto riguardo alla comprensione del come possa aver luogo la creazione dei depositi.

Senza riandare alle intricate discussioni che si sono avute in proposito (e limitandomi per questo a riferirmi ad apposito mio scritto del 1935, riprodotto nel « *Problemi di politica creditizia* » del 1948), basti rilevare che il distinguere quel che avviene per le banche ordinarie quanto ai depositi rispetto a quel che avviene per gli istituti di emissione quanto alle banconote consente da un canto di confermare — per così dire — gli aspetti « positivi » della creazione dei depositi. Consente, cioè, di stabilire che le banche ordinarie nell'epoca attuale possono, nel loro insieme, influire sulla quantità dei depositi alla stessa stregua di come le banche di emissione in epoche passate potevano, nel loro insieme, influire sulla quantità di banconote. E da altro canto quella distinzione, per il fatto stesso di addurre a quella analogia, consente di individuare gli aspetti « negativi », o, per meglio dire, i limiti della creazione dei de-

positi. Consente, cioè, di stabilire che, essendo i depositi soggetti a « prelievo » ovvero sia ad essere convertiti in banconote, così come le banconote erano un tempo soggette ad essere convertite in moneta metallica, la « fiducia » del pubblico influisce oggi sulla massa dei depositi così come influiva un tempo sulla massa delle banconote. Sicchè l'ammontare dei depositi dipende, fra l'altro, dal credito che il pubblico è disposto ad accordare alle banche: non solo quanto al « valore » ma anche quanto alla « quantità » di essi, dato appunto che il pubblico può ben far variare la quantità dei depositi attraverso i prelievi.

In altri termini, a guardare separatamente la moneta bancaria, viene pur sempre in luce che la quantità di essa si ricollega, ovvero sia « dipende » (ma non in modo esclusivo) dalle determinazioni deliberatamente adottate dalle « autorità monetarie ». E precisamente viene in luce che essa dipende dalla condotta degli istituti di emissione, attraverso la quale si determina la quantità di banconote emesse, nonché dalla condotta delle banche ordinarie, attraverso la quale si determina la quantità di crediti da esse concessi al pubblico in rapporto alle disponibilità di « copertura » in banconote. Rapporto questo (tra copertura e crediti concessi) che ha andamento parallelo al cosiddetto rapporto di liquidità (tra copertura e depositi), attraverso la cui regolamentazione le « autorità monetarie » possono delimitare le facoltà discrezionali delle banche ordinarie, così come in epoche passate le facoltà discrezionali delle banche di emissione venivano delimitate attraverso la regolamentazione del rapporto di copertura in moneta metallica.

Ma, in pari tempo, il guardar separatamente la moneta bancaria fa venire in luce che la quantità di essa « dipende » anche dalla condotta del pubblico, il quale attraverso la facoltà di prelievo esercita in ogni momento la sua preferenza quanto al modo di ripartire le sue disponibilità liquide tra istituto di emissione (banconote) e banche ordinarie (depositi). Infatti, attraverso la condotta seguita dal pubblico a questo ri-

guardo si determina quanta parte delle banconote emesse dall'istituto di emissione, anzichè essere tenuta dal pubblico in proprie mani, viene da esso lasciata nelle casse delle banche, che vengono a servirsene per la predetta funzione di copertura dei depositi. Sicchè, a questi effetti, non solo entra in gioco la preferenza per la liquidità del pubblico, intesa in senso generico quale domanda di moneta d'ogni tipo, ma entra in gioco anche una particolare preferenza (che potrebbe dirsi di secondo grado, in quanto è, in certo senso, posteriore a quella): la preferenza insita nella scelta che il pubblico viene a fare ad ogni momento tra banconote e depositi.

II-bis. — Data l'importanza di questo punto può forse essere opportuno precisarlo ulteriormente con alcune formule elementari suscettibili di concrete esemplificazioni.

L'influenza dell'istituto di emissione si esercita direttamente sulla quantità complessiva di banconote emesse (B), che in parte vanno nelle casse delle banche (B_b) ed in parte restano nelle mani del pubblico (B_p).

Si ha così una prima relazione:

$$(1) B = B_b + B_p.$$

L'influenza delle banche ordinarie (entro i limiti eventualmente stabiliti dalle « autorità monetarie ») si manifesta attraverso il « grado di liquidità » (K_b) da esse mantenuto: dipende, cioè, dalla condotta delle banche il rapporto che viene ad essere mantenuto tra depositi (D) e banconote in cassa (che, ovvio dirlo, stanno a rappresentare anche le disponibilità in conto presso l'istituto di emissione). Si ha così una seconda relazione:

$$(2) D = K_b \cdot B_b.$$

L'influenza del pubblico si manifesta attraverso il « grado di preferenza » (K_p) da esso dimostrato nella scelta tra banconote e depositi: dipende, cioè, dalla condotta del pubblico il rapporto che viene ad emergere tra depositi e banconote in mani del pubblico. Si ha così una terza relazione:

$$(3) D = K_p \cdot B_p.$$

Per l'Italia si aveva a fine dicembre 1949 (in milioni di lire):

- (1) 1.033.319 = 40.299 + 993.020
 (2) 1.532.822 = 38.04 × 40.299
 (3) 1.532.822 = 1.54 × 993.020

Coloro i quali assumono che anche i depositi, e quindi l'insieme complessivo della moneta creditizia, dipendano esclusivamente dalle determinazioni delle autorità monetarie non tengon conto del « grado di preferenza » dimostrato dal pubblico. Il che preclude la possibilità di una appropriata interpretazione delle vicende monetarie allorché quel « grado di preferenza » subisce notevoli variazioni in diverso senso, come ad es., è avvenuto in Italia in questi ultimi anni.

« Grado di preferenza » del pubblico per i depositi rispetto alle banconote (K_p).

Dati di fine anno		Dati di fine mese per il 1947	
1938	2,03	gennaio	1,45
1939	1,80	febbraio	1,47
1940	1,74	marzo	1,48
1941	1,44	aprile	1,49
1942	1,23	maggio	1,52
1943	0,71	giugno	1,48
1944	0,82	luglio	1,44
1945	1,11	agosto	1,38
1946	1,48	settembre	1,33
1947	1,16	ottobre	1,31
1948	1,36	novembre	1,26
1949	1,54	dicembre	1,16

12. — Con queste rettifiche nel modo di intendere la creazione dei depositi si viene a stabilire che la « preferenza per la liquidità » non è, per così dire, « inoperante » o « neutrale » rispetto alla creazione stessa. Tutt'altro: la preferenza per la liquidità costituisce uno dei due, o meglio, dei tre elementi che necessariamente debbono concorrere nella offerta di moneta creditizia, quali le autorità monetarie da un canto (con l'istituto di emissione in prima linea) ed il pubblico d'altro canto, da considerare non solo nella sua veste di debitore, ma anche e soprattutto in quella di creditore del sistema bancario. Ed appunto la preferenza per la liquidità rappresenta, in ultima analisi, una maggiore predisposizione del pubblico ad essere creditore del sistema bancario: rappresenta, ad usare un'espressione già in voga, la « terza forza » indispensabile alla creazione della moneta creditizia.

E allora una accresciuta preferenza per la liquidità mentre significa una maggiore do-

manda di moneta, viene nel contempo a rappresentare la realizzazione di una delle condizioni necessarie alla creazione della maggior moneta domandata: viene, cioè, a promuovere o indurre una offerta di nuova moneta creditizia, che non sarebbe realizzabile senza l'accresciuta preferenza per la liquidità. E questa influenza della domanda sulla offerta di moneta creditizia si realizza — analogamente a quel che s'è visto per l'offerta di moneta metallica — quali che siano i « motivi » per i quali viene ad accrescersi la preferenza per la liquidità: tanto se per motivi transazionali, quanto se per motivi precauzionali o speculativi. Ed è anzi da precisare che si realizza anche se detti motivi precauzionali e speculativi sono riferiti non solo alle incertezze sul futuro andamento del tasso d'interesse — come inteso dal Keynes —, ma anche alle ben più diffuse incertezze che incombono su qualsiasi evento futuro e si proiettano come ombre sull'avvenire della vita economica in ogni suo aspetto.

Naturalmente per la creazione della moneta creditizia si hanno divari di tempo ed attriti d'ogni genere ben più complessi e profondi di quelli già accennati a proposito della creazione di moneta metallica. Ma, restando nelle linee essenziali del ragionamento keynesiano, si può rilevare che la preferenza per la liquidità non gioca affatto nella realtà economica dell'epoca attuale quel « ruolo » a carattere « generale » che il Keynes ha inteso attribuirle. Sarebbe la preferenza per la liquidità, secondo la concezione del Keynes, a spezzare quella connessione tra risparmio e investimenti che la teoria economica aveva inteso stabilire col dimostrare, nei suoi secolari svolgimenti, che la tendenza ad un maggior risparmio dei singoli individui darebbe luogo ad un maggior investimento per l'insieme della collettività. A causa, infatti, della preferenza per la liquidità, il risparmio, secondo una delle più argute raffigurazioni della « *General Theory* », « vorrebbe dire rinunciare al pranzo di oggi senza decidersi a godersi un pranzo o qualcos'altro in avvenire » (p. 210). Essa aprirebbe la via, come raffigurato ad altro proposito, per « far sparire i risparmi nel sistema bancario facendoli andare perduti per gli investimenti » (p. 81).

Ma tutto questo cade non appena, rettificato il modo d'intendere la creazione del credito, si riconosce che colui il quale rinuncia ad un pranzo per oggi o per sempre, mantenendo il proprio risparmio in forma liquida, viene a far sì, con la sua stessa preferenza per la liquidità, che le banche possano essere indotte ad accrescere i crediti da esse concessi a chi intende sostituirsi al « tesoreggiatore » nel consumare o nell'investire. Sicché il risparmio, anziché essere « ingoiato » nel sistema bancario per via della preferenza per la liquidità, viene comunque ad emergere attraverso il sistema stesso, quale impulso ad una estensione dei crediti concessi dalle banche.

Cade quindi l'idea che una accresciuta preferenza per la liquidità da parte dei singoli debba comportare in ogni circostanza un « costo » per la collettività, da individuare in persistenti falcidie nella occupazione e nel reddito o anzi addirittura in un cronico ristagno della attività economica generale. O, per meglio dire, la eventualità di un costo siffatto vien meno se ed in quanto si realizzino aumenti nelle quantità di moneta in essere tali da controbilanciare la maggior domanda di moneta insita nell'aumento della preferenza per la liquidità. A voler riandare alle concezioni ottimiste di un tempo può dirsi che, attraverso l'aumento della quantità di moneta in essere, la « vis medicatrix naturae » verrebbe ad apportare un radicale « correttivo » al tesoreggiamento tale da far venir meno — come s'è detto — ogni sua influenza depressiva sul reddito e sulla congiuntura.

13. — Ma in quali circostanze opera un siffatto correttivo?

Da quanto s'è detto emerge che il processo di creazione della moneta creditizia è ben più complesso di quanto non era un tempo il processo di creazione della moneta metallica. Del che forse non sempre ci si rende conto da parte di coloro che, nel ricollegare la creazione della moneta creditizia al risparmio, persistono nel ritenere che ancor oggi la moneta, pur essendo ormai creditizia, sia « frutto » esclusivo del risparmio, così come era un tempo la moneta metallica.

Data appunto quella complessità possono aversi divari, anche assai sensibili, tra lo aumento del risparmio, visto nella sua reale concretezza (ex post), e l'andamento della moneta creditizia e precisamente tra il ritmo di accrescimento dell'uno e dell'altra. In realtà, infatti, i diversi elementi che — come s'è visto — debbono pur sempre concorrere alla creazione della moneta creditizia non operano sempre con la stessa intensità e talvolta anzi non operano neppure nella stessa direzione. E va perciò fatta netta distinzione fra quel che avviene nei periodi di sviluppo e di espansione e quel che avviene nei periodi di ristagno e di depressione.

Nei periodi di normale sviluppo ed ancor più in quelli di espansione dell'attività economica si ha maggior bisogno di moneta non solo quale mezzo di scambio, ma anche quale serbatoio di valori: non solo per motivi « transazionali », ma anche per motivi « precauzionali » e « speculativi ». Intesi questi — come s'è già avvertito — non solo nel particolare significato keynesiano, ma anche in senso generico e cioè riguardo ad un vero e proprio « tesoreggiamento », rivolto a fronteggiare le incertezze dell'avvenire, tanto per eventi sfavorevoli contro cui premunirsi, quanto per eventi favorevoli da saper cogliere al loro giusto momento. Un siffatto tesoreggiamento, allora, si sovrappone e si cumula alla richiesta di moneta per motivi transazionali. Ed esso va fatto risalire più che altro alle maggiorazioni di reddito che si accompagnano a quello sviluppo. Allora si tesoreggia non perchè siano più oscure le ombre delle incertezze incombenti sullo avvenire, ma perchè si hanno più larghe possibilità di soddisfare, oltre ai bisogni primordiali, anche l'esigenza di fronteggiare quelle incertezze, considerata quale uno dei bisogni meno essenziali. In tali circostanze, il pubblico nel manifestare una più accentuata preferenza per la liquidità viene ad essere disposto ad accordare maggior credito alle banche e viene altresì ad essere in grado di farlo, sia per il maggior reddito di cui dispone, sia per la maggior « fiducia » che si crea nelle fasi di espansione e che dà modo di estendere la « concatenata-

zione» creditizia, anche al di fuori delle banche. E in pari tempo gli altri elementi che debbono pur concorrere alla creazione della moneta creditizia vengono ad essere orientati in senso favorevole alla creazione stessa: non solo aumentano i ricorsi al credito delle banche da parte del pubblico, ma aumentano anche i crediti che le banche acconsentono a concedere al pubblico. Ciò, fra l'altro, in quanto il favorevole andamento della realtà del presente si riflette sulle aspettative dell'avvenire attenuandone le ombre e predispone ognuno a maggiori investimenti di carattere reale, nonchè a maggior respiro nei rapporti di dare ed avere, per i quali entrano in gioco anche a questo riguardo quelle possibilità di «concatenazioni» creditizie, cui appunto abbiamo attribuito tanta importanza agli effetti della creazione della moneta creditizia.

In tali circostanze non può certo parlarsi di offerta rigida di moneta: non può certo dirsi che la elasticità di produzione e di sostituzione della moneta creditizia sia pressochè nulla, come presunto dal Keynes. In realtà, invece, nei periodi di espansione e di sviluppo l'offerta di moneta può essere estremamente elastica. E le banche, anzi, possono in definitiva essere «sollecitate» e quindi «indotte» ad espandere le concessioni dei loro crediti al pubblico con un ritmo che, a lungo andare, si riveli incompatibile con il ritmo del risparmio, nonchè soprattutto con il ritmo del credito che il pubblico sarebbe disposto ad accordare alle banche. Tanto più che nella domanda di moneta che si traduce in un maggior credito accordato dal pubblico alle banche viene inizialmente ad essere compreso quel tanto di moneta che viene domandata, con ricorsi al credito delle banche, per essere in definitiva passata in mani altrui, anzichè essere tenuta in proprie mani o giacente per proprio conto in banca. Domanda questa che in definitiva viene meno ovverossia che non può valere a fronteggiare stabilmente il credito concesso dalle banche al pubblico.

14. — Ben diverso, naturalmente, è quel che avviene nelle eventualità di depressione e di ristagno, eventualità che ricorrono non

solo nelle «grandi crisi» che di tanto in tanto si abbattano sull'economia e possono presentarsi, anche con caratteri «dimessi», come momentanea flessione in un andamento di normale sviluppo.

Allora, anzitutto, il tesoreggiamento rivolto a fronteggiare le incertezze dell'avvenire non si sovrappone alle richieste di moneta per motivi transazionali: l'aumento dell'uno anzi può non essere altro che il riflesso della diminuzione delle altre. Comunque, anche in quanto e per quel tanto in cui si ha nel complesso una più accentuata preferenza per la liquidità ed una correlativa maggiore predisposizione del pubblico ad accordare credito alle banche, gli altri elementi che debbono pur concorrere alla creazione della moneta creditizia non vengono affatto orientati in senso favorevole alla creazione stessa. È facile, infatti, arguire — senza stare a riprendere in senso inverso le già esposte ragioni — come nella depressione vengano appunto «deprese» tanto le tendenze a ricorrere ai crediti delle banche per nuovi investimenti, quanto le predisposizioni delle banche ad accordare nuovi crediti. Sicchè, in definitiva, i crediti concessi dalle banche possono subire delle contrazioni o quanto meno i loro aumenti possono essere contenuti con un ritmo inferiore a quello con cui il pubblico sarebbe disposto ad accordare credito alle banche.

Può perciò dirsi che le maggiori ombre dell'avvenire inerenti ai periodi di ristagno e di depressione non vengono ad essere propizie alla creazione della maggior quantità di moneta creditizia che sarebbe pur necessaria a fronteggiare il tesoreggiamento. Allora anzi la quantità della moneta creditizia può ristagnare o addirittura regredire in misura più o meno rilevante. Anche in questo caso non può parlarsi di offerta rigida di moneta: ma l'offerta non è rigida in senso opposto a quel che si è prima considerato e cioè in quanto verrebbe a contrarsi, anzichè espandersi. Ed è allora che verrebbe a presentarsi in pieno, in tutta la sua crudezza, il contrasto già rilevato tra quel tanto di moneta che i singoli individui vorrebbero tendenzialmente avere e quel tanto che essi

nel loro insieme possono effettivamente avere. Con tutte le conseguenze già considerate: con un inevitabile processo involutivo della occupazione e del reddito, attraverso il quale una depressione anche occasionale può tradursi in un persistente ristagno.

Ci si ritrova così, per vie diverse, nelle medesime eventualità prospettate dal Keynes. Ciò però soltanto in quanto ci si riferisca non già ai periodi di normale sviluppo e tanto meno ai periodi di ininterrotta espansione dell'attività economica generale, ma piuttosto a «periodi» o «momenti» di depressione e di ristagno, i quali per altro possono inserirsi — ripetersi — in un andamento di normale sviluppo, quale temporaneo arresto od occasionale abbassamento di tono della attività economica generale.

15. — Qui giunti occorre ormai raccogliere le fila di un così lungo discorrere. E si potrebbe essere tentati di parafrasare il Keynes nel dire (analogamente a quanto egli ha detto dei «classici» nella prefazione alla «*General Theory*») che le maggiori difficoltà che si incontrano nella trattazione del problema della liquidità quale tesoreggiamento siano dovute più che altro alla necessità di liberarsi di taluni modi keynesiani di pensare e di esprimersi. Liberarsi, cioè, dell'idea che oggi, in regime di moneta creditizia, la liquidità dei singoli comporti per la collettività un «costo» ben maggiore di quel che non si avesse in regime di moneta metallica. Comporti, cioè, un «costo» immenso dal punto di vista sociale: la disoccupazione con la miseria nell'abbondanza, quale naturale conseguenza di una persistente carenza della domanda effettiva dovuta alla ricerca di liquidità dei singoli.

In realtà, invece, con il passaggio dal regime di moneta metallica al regime di moneta creditizia si è reso possibile soddisfare le esigenze di liquidità dei singoli senza che ciò debba dar luogo ad alcun «costo» per la collettività nel senso anzidetto. La creazione della moneta creditizia attraverso le banche ha consentito — ripetersi — di rendere fruttuosi per la collettività gli sterili tesoreggiamenti dei singoli. Il che nei pe-

riodi di normale sviluppo ha potuto compiersi «naturalmente», senza bisogno di alcuna «deliberata» azione da parte delle autorità monetarie. In questo il buon senso delle concezioni tradizionali offre ancor oggi una chiave meglio adatta ad interpretare le funzioni svolte dalle banche. A far comprendere che le banche nel conceder credito ai loro clienti debitori a fronte del credito ad esse accordato dai loro clienti creditori hanno reso possibile di soddisfare le esigenze di liquidità dei singoli individui e delle singole aziende senza dar luogo a quei processi involutivi dell'occupazione e del reddito che, per quanto venuti in primo piano in questi ultimi tempi, hanno attirato anche in passato l'attenzione dei teorici e dei pratici.

Infatti è soprattutto attraverso la creazione della moneta creditizia che sono venute a crearsi larghe possibilità di soddisfare le esigenze di liquidità dei singoli, con maggiore ampiezza e con maggiore elasticità di quanto non fosse consentito attraverso la moneta metallica. Si è venuti, in sostanza, a rendere possibile di attenuare il fondamentale contrasto — già ripetutamente rilevato — fra quel tanto di moneta che i singoli individui vorrebbero tendenzialmente avere e quel tanto che essi nel loro insieme possono effettivamente avere.

Per questa via la creazione della moneta creditizia non solo ha consentito di evitare che le esigenze di liquidità dei singoli comportino per la collettività quell'immenso «costo» che viene prospettato dalle concezioni keynesiane, ma ha consentito altresì di elidere per la collettività quel tal altro «costo» diretto ed immediato — messo inizialmente in rilievo — cui debbono sobbarcarsi i singoli individui e le singole aziende per il contenimento degli impieghi inerente alla liquidità. In regime di moneta creditizia, infatti, quel contenimento non si pone per l'insieme della collettività, almeno per quel che riguarda la «massa» degli impieghi. Anzi — come abbiám visto — la moneta creditizia in tanto può essere creata in quanto, a fronte del maggior credito accordato dal pubblico al sistema bancario, il sistema bancario conceda maggior credito al pubblico. Il che non può non risolversi in maggiori

«impieghi» (ovverossia in maggiori spese per consumi o per investimenti) da parte dei «prenditori» del credito delle banche, a meno che questi a lor volta non si inducano ad accordare crediti ad altri, dando così l'avvio a quella tale «concatenazione» creditizia attraverso la quale, in definitiva, i singoli individui che ricercano liquidità possono acquisirla con «costo» irrilevante.

Sicchè, in ultima analisi, appare ben fondato il ritenere che i moderni sistemi monetari e creditizi siano sorti proprio per sopperire nel miglior modo, e quindi anche con il minor «costo», sia per la collettività sia per gli individui, alle esigenze di liquidità della epoca moderna.

16. — È in altro senso che va individuato il «costo» della ricerca di liquidità dei singoli per l'insieme della collettività. Va individuato piuttosto nelle conseguenze di quella «altalena» cui tende di per sé stessa la creazione della moneta creditizia.

Altalena di espansioni e di contrazioni che si succedono — come s'è visto — con il succedersi delle espansioni e contrazioni della attività economica generale e che si svolgono in senso opposto a quel che sarebbe necessario per esercitare una influenza stabilizza-

III. — La liquidità del sistema economico

I. — Delineato fin qui quale possa essere, a seconda delle circostanze, il costo della liquidità dal primo dei due punti di vista inizialmente prospettati e cioè quanto alla limitazione della «massa» degli impieghi rispetto alla massa delle disponibilità, occorre passare a considerare il costo dal secondo punto di vista e cioè quanto alla limitazione della «durata» degli impieghi rispetto alla durata delle disponibilità. Il che ci porta a considerare, in via preliminare, come vada intesa la liquidità del sistema economico visto nel suo insieme.

Invero, anche per l'insieme del sistema economico può parlarsi di una maggiore o

trice sulla congiuntura. In sostanza, la liquidità consentita ai singoli componenti il sistema economico attraverso la creazione di moneta creditizia presenta bensì maggiore ampiezza e ben maggiore elasticità di quel che non si potesse avere attraverso la creazione della moneta metallica. Ma appunto questa maggiore elasticità quanto alle possibilità di soddisfare le esigenze dei singoli fa sì che la formazione del reddito per lo insieme della collettività divenga soggetta a fluttuazioni tanto più ampie quanto più ampia è la creazione di liquidità. Ed è per questo che la ricerca di liquidità da parte dei singoli ed il soddisfacimento di essa attraverso la moneta creditizia, pur non essendo — come s'è detto — «causa» predominante (e tanto meno esclusiva) delle fluttuazioni congiunturali, è certamente l'elemento che maggiormente contribuisce ad accentuarle ed a renderle «critiche».

Ed appunto nei periodi critici il «costo» della liquidità può finire con l'assumere quella portata e quel carattere, anche sociale, cui si è dato tanto risalto nelle concezioni keynesiane, avuto riguardo soprattutto alla disoccupazione. Portata e carattere che sono invece da escludere fin quando si abbia una ininterrotta espansione dell'attività economica generale.

minore liquidità complessiva avuto riguardo alla «massa» dei mezzi liquidi disponibili e cioè, in ultima istanza, a seconda della maggiore o minore disponibilità di moneta. Così, ad es., è tutt'altro che privo d'interesse apprendere dall'Hansen (in *Monetary Theory and Fiscal Policy* 1949., p. 4) che negli Stati Uniti d'A. l'insieme della moneta legale e della moneta bancaria ha avuto nel corso del secolo scorso un aumento dieci volte maggiore dell'aumento del reddito e che anche nel primo terzo del secolo corrente il rapporto tra massa di moneta e reddito si è raddoppiato. E così pure è interessante apprendere da A. Berle e V. Pederson (in

Liquid Claims and National Wealth, 1934, p. III) che, sempre per gli Stati Uniti d'A., il rapporto tra i mezzi liquidi nelle diverse forme (esclusa la moneta legale, ma incluse, accanto ai depositi, le obbligazioni, etc.) e la ricchezza nazionale vista nella sua consistenza reale si è anch'esso raddoppiato nel primo terzo del secolo corrente.

Ma, per il problema che ci siamo posti, interessa piuttosto stabilire come vada intesa la liquidità dell'insieme del sistema economico riguardo alla durata degli impieghi ed anzi più precisamente riguardo alla durata degli investimenti in beni reali. Ed occorre che questi investimenti siano guardati, nella loro reale concretezza, a prescindere dalla appartenenza degli investimenti stessi ai singoli individui e quindi dalla possibilità di trasferimento di essi dall'uno all'altro individuo. E, naturalmente, vanno considerati da siffatto punto di vista non solo gli investimenti che — come s'è detto e ridetto — stanno a fronte della moneta creditizia e cioè a fronte degli impegni delle banche, ma ogni altro e qualsiasi investimento dello insieme della collettività, tanto se effettuati con mezzi propri quanto se effettuati con mezzi altrui senza l'intermediazione bancaria.

In sostanza, occorre incominciare col considerare la liquidità dell'insieme del sistema economico nei suoi termini essenziali, quale che sia il regime con cui il sistema viene «governato» o «diretto»: occorre incominciare col ragionare come se ci si trovasse in una economia «collettivizzata» (o più precisamente nella «simple economy» raffigurata dall'Hayek, in *The Pure Theory of Capital*, 1941, p. 99).

2. — Il problema della liquidità del sistema economico torna allora a presentarsi quale problema del come fronteggiare le incertezze dell'avvenire avuto riguardo agli incessanti assestamenti a carattere «normale» che ricorrono di ora in ora negli svolgimenti dell'attività economica, nonchè alle svolte «critiche» cui di tanto in tanto gli svolgimenti stessi vengono ad essere esposti.

Va da sé che in definitiva l'attività economica, vista nella sua continuità, è essen-

zialmente rivolta a soddisfare i bisogni e cioè il consumo, sia pure in un futuro più o meno immediato. Le incertezze che danno adito alle esigenze di liquidità sussistono tuttavia non solo quanto alla maggiore o minore occorrenza di beni di consumo visti nella loro entità complessiva, ma anche e soprattutto quanto al genere e specie di beni di consumo occorrenti. Non si può cioè esser certi se ed in che misura, da un periodo di tempo all'altro, occorra più «burro» e meno «cannoni» o viceversa. E tanto meno se la eventuale maggiore occorrenza di «burro» (oppure di «cannoni») si faccia sentire in una o in altra specie di beni: se in tessuti o in automobili, se in libri o in pellicce (oppure in uniformi o in bombe atomiche) e così via. Il che — come si è accennato — non dipende solo dalle variazioni dei «gusti» degli aventi diritto ai beni, ma anche dai cambiamenti degli «ostacoli» che si riscontrano nella produzione dei beni, per un'infinità di circostanze che vanno dalle vicissitudini dei raccolti agricoli alle innovazioni della tecnica industriale fino alle scoperte ed alle invenzioni che di tanto in tanto fanno «cambiare la scena» del mondo economico. Circostanze tutte che — come ben noto — si riflettono nei «rapporti di sostituzione» e cioè nei prezzi e nei costi in base ai quali si pongono le alternative di scelta per il consumo e per la produzione.

Per ovviare le esigenze di liquidità che derivano da tante incertezze, sulle quali per di più incombono pur sempre le eventualità di improvvise svolte della congiuntura, non si può fare assegnamento soltanto sui beni già pronti per il consumo e cioè sui cosiddetti «beni di consumo»: occorre contare anche ed anzi soprattutto sui beni da approntare per il consumo e cioè sui cosiddetti «beni capitali», i quali — superfluo ricordarlo — sono «beni» solo in quanto prima o poi finiscono con l'essere trasformati o incorporati in beni di consumo. E sia gli uni sia gli altri piuttosto che essere considerati per quel tanto in cui sono giacenti quali scorte, e cioè nella loro consistenza presente, vanno considerati soprattutto quali frutti di una continua produzione protesa verso il futuro: non quali «fondo» di beni in essere, ma quali

«flusso» di beni in fieri, flusso che trae origine dalle risorse primarie di lavoro e di forze naturali per procedere incessantemente verso il consumo del presente e del futuro.

Ciò implica di guardare il sistema economico nella sua «struttura». Di guardarlo, cioè, a seconda delle proporzioni in cui i beni capitali sono ripartiti rispetto alle diverse scadenze di normale «maturazione»: a seconda che prevalgano capitali circolanti a rapida maturazione oppure quelli fissi a lenta maturazione ed a seconda anche della misura in cui si realizza la prevalenza degli uni o degli altri. Ripartizione di capitali questa che implica a sua volta una correlativa ripartizione delle anzidette risorse originarie di lavoro e forze naturali impiegate nelle diverse «fasi» della produzione, viste a seconda della loro maggiore o minore prossimità alla fase finale nella quale emergono i beni pronti per il consumo. Implica, cioè, una struttura della produzione più o meno scaglionata nel tempo e correlativamente una più o meno estesa durata dell'insieme del processo produttivo ovvero una più o meno estesa durata dei singoli processi produttivi che, in concreto, formano questo insieme.

3. — È allora da considerare che per ogni data struttura della produzione e correlativamente per ogni data durata del processo produttivo si ha una data massa di beni che vengono man mano ad emergere, durante ogni dato periodo di tempo (ad es. ogni anno), nella fase finale della produzione. Si ha, cioè, una data «maturazione» dei beni capitali immessi nel sistema produttivo, che emergono nel reddito lordo di ciascun periodo (quali quote di «ammortamenti»), assieme al reddito netto creatosi nel periodo stesso.

La durata del periodo di maturazione è naturalmente assai diversa per i diversi beni capitali visti singolarmente o in determinati insiemi di attrezzature ed impianti: a maturare in pane impiega più tempo il grano che non la farina, così come a maturare in vestiti impiega più tempo il filato che non il tessuto, senza dire poi il tempo che impiega una centrale idroelettrica od una bo-

nifica terriera a maturare in beni di consumo. E la durata è anche assai diversa a seconda dei diversi usi cui un medesimo bene vien destinato: il carbone matura prima nelle stufe domestiche che non nelle centrali elettrotermiche.

Ma non bastano le circostanze di natura tecnica a determinare la durata di maturazione dei beni capitali. Questa durata, infatti, dipende anche da elementi di carattere economico e soprattutto dai prezzi, dai costi e dai tassi d'interesse del denaro e di rendimento dei capitali. E, in definitiva, in relazione a quelle circostanze tecniche ed a questi elementi economici può raffigurarsi una durata «normale» del periodo di maturazione dei diversi beni capitali e dello insieme del sistema produttivo. Ciò anche a seconda dei diversi regimi economici. È così in regime di «economia di mercato» è normale quella durata che in definitiva viene a consentire, nel gioco quanto mai variabile degli elementi anzidetti (prezzi, costi, interessi, rendimenti), la realizzazione dei normali profitti di intrapresa.

Può però accadere e comunque si può prospettare la eventualità che i beni capitali debbano essere «mobilitati» a maturare in minor tempo del normale o addirittura a rendersi immediatamente liquidi ovvero ad essere senz'altro immessi nel consumo. Ma questa mobilitazione o liquidazione «anticipata» o «forzata», che dir si voglia, comporta un minor rendimento rispetto alla normale maturazione e cioè praticamente un costo, che può intendersi quale «costo di smobilizzo». Costo che, per sua natura, può restare allo stato potenziale, quale costo ipotetico, fintantochè non si debba effettivamente ricorrere ad una liquidazione anticipata rispetto a quella in corso di maturazione.

Siffatto costo dipende anch'esso — superfluo forse avvertirlo — dalla già accennata molteplicità di condizioni tecniche ed economiche e fra l'altro, in particolare, dalla «versatilità» dei singoli beni capitali. E cioè dalla loro idoneità a soddisfare sia immediate esigenze di consumo, sia altre esigenze, lasciando così aperta la possibilità

di essere maggiormente impiegati quali beni «presenti» invece che quali beni «futuri».

Comunque, quali che siano le accennate condizioni e circostanze, il costo di smobilizzo, da intendere — ripetesi — quale costo ipotetico, è tanto maggiore quanto più breve è il periodo di tempo entro il quale la liquidazione viene forzata. Ed è altresì tanto maggiore quanto più lunga è la durata normale rispetto alla quale la liquidazione viene anticipata. Circostanze queste che vanno tenute presenti per chiarire come vada intesa la liquidità del sistema economico, avuto riguardo alla durata degli investimenti.

4. — Un primo modo di intendere siffatta liquidità si ha assumendo appunto, anche per l'insieme del sistema, la eventualità di non poter attendere la normale maturazione dei beni capitali e di dover quindi forzarne il realizzo, subendo il relativo costo di smobilizzo. Costo che — abbiam visto — sarebbe tanto maggiore quanto maggiore è la prevalenza dei capitali a lenta maturazione rispetto a quelli a rapida maturazione. Sicchè il sistema economico sarebbe da considerare tanto più liquido quanto minore è la durata del processo produttivo o, più semplicemente detto, quanto minore è la dotazione dei capitali fissi rispetto a quelli circolanti. Il che in sostanza implica, per l'insieme del sistema economico, una minore dotazione di capitali «pro capite».

Vi è però altro modo di considerare la liquidità, ponendosi da un punto di vista che, sotto alcuni aspetti, è opposto al primo. Anzichè assumere l'eventualità di una liquidazione anticipata dei beni capitali si può assumere l'eventualità di una normale liquidazione: di fare, cioè, assegnamento agli effetti della liquidità sul «flusso» dei beni in fieri piuttostochè sul «fondo» dei beni in essere.

Allora è ovvio da un canto che la liquidità è tanto maggiore quanto maggiore è il flusso dei beni in fieri: quanto maggiore è il reddito che si ritrae da una data disponibilità di risorse originarie. Infatti, quanto maggiore è il reddito tanto maggiore è la quota di esso che può essere destinata a fronteggiare le incertezze dell'avvenire. Ed

a questi effetti va considerato l'insieme del reddito «lordo» (e cioè reddito «netto» più «ammortamenti»): gli assestamenti del sistema economico necessari a fronteggiare le incertezze possono essere conseguiti tanto con l'investire ex novo una quota di risparmio che si va ritraendo dal reddito netto, quanto con l'investire in modo diverso da prima una quota degli ammortamenti che vanno maturando nel reddito lordo.

D'altro canto è anche ovvio che il flusso dei beni in fieri è tanto maggiore quanto maggiore è la produttività del sistema economico. Produttività che, nel ricollegarsi pur essa ad una molteplicità di circostanze tecniche ed economiche, si ricollega anche alla durata del processo produttivo. La durata del processo produttivo, cioè, è tutt'altro che indifferente riguardo al flusso della produzione che se ne ritrae. E precisamente per aumentare la produttività può occorrere di aumentare quella durata, ovvero ricorrere ad un più largo impiego di capitali a lenta maturazione. Ben sappiamo infatti che, a parità di ogni altra condizione e soprattutto a parità di cognizioni tecniche, quanto maggiore è la durata del processo produttivo ovvero quanto maggiore è l'impiego dei capitali in genere e la prevalenza di capitali fissi, tanto maggiore è il flusso della produzione. E sotto questo aspetto quindi lo aumento di liquidità, connesso ad un aumento di produttività, andrebbe ricollegato ad una maggiore, e non già ad una minore, durata del processo produttivo: ad una maggiore dotazione di capitali «pro capite».

5. — Si affacciano così due opposti modi di intendere la liquidità dell'insieme del sistema economico, avuto riguardo alla durata degli investimenti. E correlativamente si hanno due opposti modi di vedere la connessione tra liquidità e produttività. Secondo il primo modo di vedere, infatti, la liquidità non potrebbe essere accresciuta che a scapito della produttività o comunque in quanto si rinunci ad accrescerla attraverso l'aumento della dotazione di capitali «pro capite». Su questo aumento invece andrebbe fondato l'aumento della liquidità, stando al secondo modo di vedere.

Naturalmente tanto l'uno quanto l'altro criterio possono essere fatti valere a seconda delle circostanze. È cioè a seconda che le circostanze conducano o meno a rendere « effettivo » quel costo di smobilizzo che potrebbe restare allo stato « potenziale ».

Al riguardo è da tener presente che, oltre a considerare — come stiamo ora facendo — la liquidità degli investimenti dell'insieme del sistema economico (in analogia a quanto si fa per le singole aziende allorché si guarda separatamente la liquidità del loro « attivo »), occorre considerare anche la « posizione » di liquidità del sistema stesso. Occorre cioè aver l'occhio anche alla contrapposizione — inizialmente messa in rilievo — tra le « disponibilità » e gli « impieghi », dalla quale emerge per i singoli individui e per le singole aziende la necessità di limitare gli impieghi rispetto alle disponibilità e quindi gli investimenti rispetto al risparmio: di lasciar sussistere — per così dire — un « margine di liquidità », non solo quanto alla massa, ma anche quanto alla durata.

A questo proposito occorre però sottolineare, anche per le deduzioni che se ne possono poi trarre quanto alla politica creditizia, la profonda differenza che sussiste tra quel che avviene per gli individui e quel che avviene per la collettività. Per i singoli individui e per le singole aziende la creazione ed il mantenimento di un « margine di liquidità » comporta — a prescindere da ogni interferenza creditizia — un duplice ordine di limitazioni (che ovviamente possono essere simultanee): in primo luogo la limitazione del consumo rispetto al reddito e cioè la formazione di un qualche risparmio ed in secondo luogo la limitazione degli investimenti rispetto al risparmio stesso. Sicché, in definitiva, i singoli individui e le singole aziende debbono mantenere non investita una quota del reddito corrente o del patrimonio preesistente.

Siffatta limitazione, invece, non si pone — come abbiamo già visto — per l'insieme del sistema economico riguardo alla « massa » degli impieghi: per la collettività, in effetti, non è neppure concepibile si abbia un risparmio non investito, non potendosi aver divario tra risparmio e investimenti che in

ogni istante debbono, assiomaticamente, bilanciarsi nel loro insieme. È lo stesso vale, sempre per l'insieme della collettività, riguardo alla « durata » degli investimenti. Per l'insieme della collettività, quindi, non si pone la seconda delle anzidette due limitazioni, che è poi quella essenziale agli effetti della liquidità: non può, cioè, aversi un « margine di liquidità » rappresentato da risparmio non investito.

Ciò non toglie però che possa sussistere ed anzi debba sussistere anche per l'insieme della collettività la prima delle due limitazioni. Ed effettivamente, perché possa conseguirsi quel bilanciamento tra risparmio ed investimenti, è necessario che l'allungamento della durata del processo produttivo si accompagni, nel periodo di creazione dei nuovi capitali, alla formazione di nuovo risparmio e cioè ad una limitazione del consumo rispetto al prodotto netto. E di poi il mantenere quell'allungamento della durata del processo produttivo comporta pur sempre la conservazione del preesistente risparmio attraverso il reinvestimento delle quote di ammortamento e cioè una limitazione del consumo rispetto al prodotto lordo. Per un verso o per l'altro è quindi necessario che l'allungamento della durata del processo produttivo venga contenuto in aderenza al ritmo di limitazione dei consumi.

Anche per l'insieme del sistema economico, così come per le singole aziende, possono perciò aversi « eccessi » od « errori » di investimenti, rispetto a quelli compatibili con il ritmo impresso ai consumi. Anche per l'insieme può quindi presentarsi la necessità di una liquidazione anticipata degli investimenti eccessivi, con un costo di smobilizzo più o meno elevato. E vengono anzi generalmente attribuiti ad « errori » od « eccessi » di tal natura quelle svolte della congiuntura cui soprattutto si ricollegano le vere e proprie crisi di liquidità.

Sotto il profilo di circostanze siffatte un aumento dei capitali in genere, con prevalenza di quelli fissi, può costituire un « immobilizzo » per l'insieme del sistema economico. Ma ben diverso è il caso fintantoché il ritmo di creazione dei nuovi capitali ovvero l'allungamento della durata del pro-

cesso produttivo è contenuto in aderenza al ritmo di limitazione dei consumi. Allora gli assestamenti necessari a fronteggiare le incertezze possono essere conseguiti con lo utilizzo del flusso dei beni in fieri che maturano normalmente dai capitali in essere, così come le acque dei fiumi discendono perennemente dai ghiacciai che appaiono immobili.

Ed allora gli « immobilizzi » appaiono per l'insieme del sistema economico in modo profondamente diverso di quel che non risulterebbero dal primo punto di vista. Si vede, cioè, che — secondo le scultoree frasi del Pantaleoni — « le immobilizzazioni sono le pietre miliari del processo di incivilimento: la storia delle immobilizzazioni è la storia del progresso » (in *La caduta della Società Generale di Credito Mobiliare Italiano*, riprodotta negli *Studi Storici*, cit., p. 348). E ciò non solo quanto alla maggiore efficienza del sistema produttivo, ma anche quanto alla liquidità. Chè allora cade la contrapposizione tra liquidità e produttività, contrapposizione che, ove fosse operante, costituirebbe certo una remora al « processo di incivilimento » esaltato dal Pantaleoni.

6. — Ma queste conclusioni, riferite genericamente alle linee essenziali del sistema economico, quale che sia il regime con cui viene governato o diretto, valgono anche per un regime quale quello nel quale oggi operiamo?

La domanda si pone in quanto l'attuale regime (« di mercato » o « capitalista » o « misto » che dir si voglia), nonostante tanti vincoli, lascia via libera alle determinazioni dei singoli individui e delle singole aziende non solo quanto alla « massa » dei loro risparmi, ma anche quanto alla « durata » delle « attese » insite nei risparmi stessi ovvero alla durata del periodo di tempo per il quale i singoli vengono a differire il consumo del reddito corrente o del patrimonio preesistente. Ed allora vien da domandarsi se questo « comando » degli individui sulla durata delle attese non possa venir esso a comportare quella remora che abbiamo sopra escluso quanto al « processo di incivilimento ». Se cioè le esigenze di liquidità dei singoli, quanto alla durata dei loro impieghi, non

costituiscono un ostacolo altrimenti non necessario a quell'allungamento della durata del processo produttivo, su cui si fonda la maggiore efficienza del sistema economico. Il che costituirebbe per l'insieme della collettività quel tal costo indiretto e mediato la cui evenienza o meno ci eravamo, fin dall'inizio, ripromessi di acclarare.

7. — A questi effetti è da considerare che ognuno, nel guardare avanti nel futuro, viene a formarsi, sia pure non deliberatamente, un « piano » o « programma » quanto alla durata del periodo di tempo per il quale è disposto ad impegnarsi ad « attendere » e cioè a prolungare in modo impegnativo l'attesa insita nel differimento del consumo. Si viene così ad avere per ognuno — a seconda delle proporzioni in cui si propone di ripartire le proprie risorse di reddito e di patrimonio tra le diverse epoche o scadenze future — una particolare struttura delle « attese impegnate » ed una correlativa durata delle attese stesse. Ed è anche sulla durata e sulla struttura delle attese impegnate che ognuno viene, per così dire, a plasmare la durata e la struttura dei propri investimenti.

Ora appunto le esigenze di liquidità vengono ad inserirsi tra i molteplici elementi subiettivi ed obiettivi che contribuiscono a determinare la durata e la struttura delle attese impegnate e quindi la durata e la struttura degli investimenti dei singoli operatori che compongono il sistema economico. E precisamente le esigenze di liquidità portano ad abbreviare la durata delle attese impegnate e dei correlativi investimenti individuali, rispetto alla durata cui ognuno sarebbe disposto ad impegnarsi qualora quella esigenza non si facesse sentire. È ben naturale, infatti, che tanto più è sentita l'esigenza di liquidità, vista quale tendenza a mantenere la libertà di scelta quanto all'avvenire, tanto meno si è disposti ad impegnarsi nel prolungare i differimenti del consumo e tanto meno si è anche disposti ad impegnarsi in prolungati investimenti.

Le esigenze di liquidità esercitano così una influenza abbreviatrice sugli investimenti quali sono visti dai singoli individui che si decidono ad effettuarli: esse fanno

si che i singoli operatori si decidano ad impegnarsi per una durata, dal loro punto di vista, minore di quella per la quale finiscono poi per mantenere i loro investimenti. Infatti, mentre le esigenze di liquidità si risolvono — come s'è visto — in un accorciamento delle « attese impegnate » e cioè in una abbreviazione dei differimenti dei consumi decisi a priori (ex ante) dai singoli operatori, non si ha affatto analoga influenza abbreviatrice sulle « attese realizzate » e cioè sui differimenti dei consumi che vengono ad emergere a posteriori (ex post) col procedere del tempo. Ciò in quanto il fatto stesso che le esigenze di liquidità, pur essendo più o meno sentite nei diversi momenti, persistono indefinitamente nel tempo, fa sì che, appunto per soddisfarle, anche i consumi vengano ad essere indefinitamente differiti.

Si viene così ad avere una discordanza, tanto più marcata quanto più sono sentite le esigenze di liquidità, tra le « attese impegnate » e le « attese realizzate » e quindi in definitiva tra la durata degli investimenti preventivamente deliberati dai singoli e la durata delle attese cui essi stessi finiscono col sobbarcarsi. È precisamente la durata di queste attese, quali risultano nelle realizzazioni a posteriori, viene sempre ad essere maggiore della durata degli investimenti per cui ci si impegna a priori.

In sostanza l'umanità vista attraverso le scelte e le preferenze dei singoli individui viene ad apparire a priori, per effetto delle esigenze di liquidità, più impaziente di spendere il reddito e meno paziente a perseverare negli investimenti di quel che realmente non venga poi a risultare a posteriori.

8. — Questa deformazione — se vogliamo così chiamarla — del panorama delle attese dei singoli verrebbe a comportare una correlativa deformazione della struttura dell'insieme del sistema produttivo qualora questa struttura dovesse effettivamente rispecchiare le determinazioni dei singoli risparmiatori quanto alla durata degli investimenti. Verrebbe, cioè, ad essere abbreviata la durata dell'insieme del processo produttivo ovvero si verrebbe ad avere una minore dotazione di capitali con una correlativa minore effi-

cienza della produzione. Sicché, per questa via, le esigenze di liquidità dei singoli verrebbero a costituire un serio ostacolo agli sviluppi del sistema economico e ciò specialmente nell'epoca attuale.

Basti riflettere a questo proposito che in questi ultimi tempi le esigenze di liquidità si sono rese sempre più diffuse e sempre più sentite nei singoli individui che partecipano alla vita economica, tanto se in veste di produttori, quanto se in quella di percettori di reddito e quindi di risparmiatori. Ad intensificare questa tendenza hanno indubbiamente contribuito, almeno in questi ultimi decenni, le accresciute incertezze dell'avvenire in un mondo quale il nostro vissuto sotto l'incubo e la realtà di guerre immani. Ma vi sono anche moventi più profondi che si sono affermati quali irreversibili orientamenti della nostra economia: basti ricordare, fra i tanti, la diminuita predisposizione a legare i propri averi a determinate imprese, anche se di esse se ne ha la responsabilità di gestione. E così le esigenze di liquidità hanno pervaso il sistema economico in ogni suo elemento ed in ogni suo aspetto. Non come vicenda occasionale, ma come persistente tendenza di tutta un'epoca: di questa epoca — se vogliamo così raffigurarla — di « maturità » dell'economia di mercato a base creditizia.

D'altro canto, a fronte di queste maggiori esigenze di liquidità dei singoli individui, si sono avute sempre maggiori esigenze di « immobilizzazioni » per l'insieme del sistema economico, viste nel senso sopraprecisato di allungamenti della durata del processo produttivo contenuti in aderenza al ritmo di limitazione dei consumi. Può dirsi che il progresso economico, quale è stato conseguito dalla prima infanzia dell'umanità ad oggi, è stato fondato su « immobilizzazioni » siffatte. È comunque senza un crescente allungamento della durata del processo produttivo sarebbe stato pressochè impossibile realizzare quei progressivi aumenti di reddito e di ricchezza che sono stati anche la caratteristica dei tempi moderni.

9. — Effettivamente questi progressi sarebbero stati irrealizzabili qualora — come

si era premesso — la struttura dell'insieme del sistema produttivo dovesse rispecchiare le determinazioni dei singoli risparmiatori quanto alla durata degli investimenti. Ma in realtà non è così: le esigenze di liquidità dei singoli, con le conseguenti abbreviazioni degli investimenti visti dal punto di vista individuale, possono essere soddisfatte senza una corrispondente abbreviazione nella durata degli investimenti dell'insieme del sistema economico. Sussiste, cioè, la possibilità di dar luogo per i singoli individui ad una cosiddetta liquidità « artificiale » che non trova riscontro nella liquidità « naturale » dell'insieme del sistema economico, conseguita — come sopra delineato — attraverso la maturazione (« normale » o « anticipata ») dei beni che vengono man mano ad emergere nella fase finale della produzione. In altri termini è possibile render liquido per gli individui quel che non è liquido per la collettività. È così, ad esempio, può essere liquido, o quanto meno « a breve », per il singolo individuo l'investimento in azioni industriali o in titoli di Stato ancorchè si tratti di azioni per investimenti immobiliari o idroelettrici a « lunga » maturazione oppure di titoli di debiti consolidati o di rendite perpetue.

Questa creazione di una liquidità « artificiale » per i singoli individui, ovverossia — ripetesi — questa trasformazione di attività non liquide (o scarsamente liquide) per l'insieme in attività liquide (o maggiormente liquide) per i singoli, è dovuta alle particolari forme della nostra organizzazione sociale ovverossia alle istituzioni basilari entro le quali si è svolta e continua a svolgersi, sia pur con sempre più profondi temperamenti, l'economia « di mercato » che è a un tempo economia « creditizia ». È precisamente quella trasformazione di attività non liquide in attività liquide è dovuta alle possibilità di compravendita ed alle possibilità creditizie di cui possono avvalersi i singoli individui nello ambito del nostro sistema economico.

Queste possibilità danno modo di far entrare in gioco, agli effetti della liquidità per i singoli individui, i trasferimenti degli investimenti dall'uno all'altro individuo, tra-

sferimenti che naturalmente non giocano per l'insieme della collettività. Per ogni singolo individuo può, in certo senso ed entro certi limiti, essere indifferente che l'investimento da lui effettuato possa rendersi liquido di per sé stesso attraverso la maturazione del suo rendimento ovvero possa essere liquidato attraverso il suo trasferimento ad altro individuo. È la esistenza di un « mercato » nel quale si rende possibile vendere non solo prodotti pronti per il consumo, ma anche « strumenti » della produzione, dà modo ad ognuno di cedere ad altri i propri investimenti: dà modo, cioè, di farsi sostituire da altri in un determinato investimento e nella correlativa attesa. Mentre la possibilità di alimentare i propri investimenti con crediti in qualsiasi forma dà modo di far concorrere le attese altrui agli investimenti propri.

Così ogni « imprenditore » che immobilizza le sue disponibilità in un investimento suscettibile di maturare solo a lungo termine sa di poterlo liquidare o mobilitare, sia pur sotto deduzione di uno « sconto di smobilizzo », entro un periodo più breve di quello di normale maturazione, vendendolo per intero o per quote oppure prendendo a prestito disponibilità altrui. E lo stesso può dirsi per ogni « risparmiatore » che nel dare le sue disponibilità in prestito ad un imprenditore sa di poter liquidare o mobilitare il credito stesso, anche prima che venga a maturare, in quanto ceda il suo credito ad altro risparmiatore o se ne serva quale base (« di garanzia ») per avere a sua volta credito da terzi. Sicché tanto per l'imprenditore quanto per il risparmiatore l'investimento presenta una maggiore liquidità di quel che non risulti per il sistema economico nel suo insieme.

In sostanza, per queste possibilità di trasferimento offerte dall'economia di mercato a base creditizia, i singoli individui vanno visti, riguardo all'insieme del sistema economico, in una persistente continuità, tenendo conto delle incessanti sostituzioni degli uni con gli altri. Come, cioè, nella ormai tanto comune raffigurazione della foresta, che può persistere indefinitamente con immutata consistenza nonostante che gli al-

beri che la compongono vengano ad essere singolarmente sempre diversi.

10. — In tutto questo il credito gioca molto, intrecciandosi strettamente alle operazioni di compravendita che concorrono a creare la liquidità artificiale. Ciò specialmente riguardo alle forme più evolute del mercato degli investimenti, quale quella dei titoli quotati in borsa, così intimamente legata alle operazioni di credito che alimentano il cosiddetto mercato del denaro.

Il credito, tuttavia, oltre a valorizzare, agli effetti della creazione della liquidità artificiale, i « trasferimenti » delle attese dallo uno all'altro individuo, serve anche a valorizzare, agli stessi effetti i « prolungamenti » delle attese di un medesimo individuo. Abbiamo visto al riguardo che, col procedere del tempo, si protrae indefinitamente la discordanza tra le « attese impegnate » e le « attese realizzate » dei singoli individui, sicché la discordanza stessa viene normalmente a risolversi in un prolungamento dei crediti che sono mantenuti « a vista » o « a breve » per esigenze di liquidità. È cioè nella natura di quella discordanza, protesa nel futuro, che a fronte dei crediti non impegnati per l'avvenire si possa, per l'insieme del sistema economico, procedere ad investimenti che impegnino l'avvenire.

Naturalmente quel che a questi effetti può dirsi per il credito in qualsiasi forma vale a maggior ragione per i crediti in forma bancaria ed emerge con speciale risalto nel processo di creazione della moneta creditizia, su cui ci siamo tanto soffermati. Nel qual processo, in sostanza, si ha una contrapposizione tra crediti accordati dal pubblico alle banche (istituto di emissione compreso), attraverso la detenzione di banconote e la tenuta di depositi, e crediti concessi dalle banche al pubblico, attraverso le più svariate operazioni di impiego. E mentre i primi son crediti prevalentemente « a vista » o « a breve » e rappresentano quindi dal punto di vista dei singoli individui la più tipica espressione di liquidità, lo stesso non può certo dirsi per gli « impieghi », se guardati nella loro reale concretezza dal punto

di vista dell'insieme del sistema economico. Caratteristici in questo senso gli impieghi effettuati in ogni tempo dai « banchi pubblici »: anche la Banca d'Inghilterra, che ha costituito il fulcro di liquidità del sistema monetario e bancario inglese e, per tanti decenni, anche del sistema monetario e bancario internazionale, ha avuto ed ha tuttora a fronte di gran parte dei suoi impegni un margine « fiduciario » di crediti verso la tesoreria, che non sono altro che la prosecuzione del credito non ripetibile accordato nel 1694 dai fondatori della Banca alle Loro Maestà Guglielmo e Maria. La Banca di Inghilterra ha così reso liquido per i singoli suoi creditori e cioè, in prima linea, per i detentori delle sue banconote, quel che per l'insieme del sistema economico non era affatto liquido e che anzi non aveva alcuna reale concretezza. Lo stesso del resto può dirsi finanche per le « banche » e le « casse » dell'epoca nostra (comprese quelle « di risparmio » e « postali »), le quali in sostanza nell'acquistare titoli pubblici vengono a rendere liquido per i singoli individui quel che non è liquido per l'insieme della collettività: vengono, cioè, a creare liquidità artificiale. E questo vale ancor più per gli « impieghi » attraverso i quali il sistema bancario, visto nella complessa articolazione delle diverse categorie di aziende di cui si compone, viene direttamente o meno a finanziare, con una quota più o meno rilevante, la creazione di nuovi impianti e, in genere, l'irrobustimento dell'attrezzatura produttiva. Anche qui si viene, per un verso o per l'altro, a creare liquidità artificiale.

11. — Siffatta liquidità artificiale creata attraverso le operazioni del sistema bancario si intreccia, come s'è detto, con la liquidità artificiale creata attraverso le operazioni di compra-vendita.

Così gli investimenti considerati dal punto di vista dell'insieme del sistema economico nella loro consistenza reale finiscono con lo essere, per così dire, disancorati dalle determinazioni dei singoli individui, quanto alla durata delle attese inerenti ai differimenti dei consumi per le quali essi sono disposti

ad impegnarsi a priori. Così, attraverso i continui affinamenti delle istituzioni basilari del mercato e del credito (dalle primitive forme delle compagnie mercantili fino alle più elaborate forme di sindacati di investimenti) si è riusciti a conciliare « artificialmente » quel che « naturalmente » sarebbe stato inconciliabile. Si è, cioè, trovato modo di soddisfare le accresciute esigenze di liquidità dei singoli individui senza alcuna rinuncia alle sempre maggiori « immobilizzazioni » richieste dagli sviluppi della produzione.

Viene allora da ricordare quanto l'Einaudi ebbe a mettere in luce per il più « naturale » fra i fattori della produzione: la terra. « La terra è un edificio ed un artificio », così egli ebbe ad intitolare uno dei suoi saggi sulla « edificazione della terra » (in « Rivista di storia economica », 1939, p. 241). E a ben maggior ragione lo stesso può dirsi per la liquidità dal punto di vista dei singoli individui: anch'essa viene « edificata » con gli « artifici » delle nostre istituzioni. Così la liquidità artificiale si contrappone o meglio si sovrappone e si intreccia alla liquidità naturale. È ciò non solo riguardo alla « durata » degli investimenti, cui ora ci siamo soprattutto riferiti, ma riguardo anche alla « massa » dei mezzi liquidi, come, sia pure implicitamente, s'era acclarato nel considerare la liquidità quale tesoreggiamento.

È una constatazione questa che da un canto vale a dar risalto alle vaste possibilità « umane », e cioè istituzionali ed organizzative, che sussistono quanto alla creazione della liquidità. Ma d'altro canto fa sentire l'esigenza di renderci sempre meglio conto del se e come ed entro quali limiti sia conveniente promuovere quella creazione attraverso una appropriata politica economica e creditizia.

12. — In sostanza, quel che siamo venuti a dire guardando la liquidità quanto alla « durata » degli investimenti è in simmetria a quel che s'era detto guardando la liquidità quanto alla « massa » dei mezzi liquidi.

Tanto dall'uno quanto dall'altro punto di vista l'esigenza di liquidità comporta per i

singoli individui la creazione di un « margine di liquidità »: nell'un caso attraverso il non investimento di una quota del risparmio e, nell'altro caso, attraverso la riduzione della durata degli investimenti. Ma questo margine, benchè necessario per i singoli individui e per le singole aziende che debbono pur cautelarsi a fronte delle incertezze dello avvenire, non è necessario e comunque non è conseguibile per l'insieme del sistema economico guardato nella sua reale concretezza. Da qui un fondamentale contrasto tra la tendenza dei singoli a crearsi quel margine di liquidità e la impossibilità di introdurre un margine siffatto nell'insieme del sistema economico.

A questo fondamentale contrasto va fatto risalire il « costo » indiretto e mediato cui è esposta la collettività per riflesso delle esigenze di liquidità dei singoli suoi componenti. « Costo » che — abbiam visto — potrebbe essere « immenso » dal punto di vista della massa dei mezzi disponibili che vengono richiesti attraverso il tesoreggiamento, in quanto allora si darebbe l'avviamento ad involuzioni regressive i cui effetti potrebbero cumularsi e moltiplicarsi. È siffatto « costo » per altro potrebbe essere non meno ingente dal punto di vista della durata degli investimenti: se qui vien meno l'eventualità di un andamento cumulativo nella regressione del reddito, ci si trova tuttavia — per così dire — nel « cuore » del sistema economico, nell'elemento che determina la efficienza e la produttività della sua struttura.

Quel contrasto, tuttavia, benchè fondamentale, è tutt'altro che insanabile. Abbiamo visto che, per quanto riguarda la massa dei mezzi liquidi, la creazione della moneta creditizia può consentire di soddisfare le esigenze di liquidità dei singoli senza alcun costo per la collettività, rendendo fruttuosi attraverso le banche finanche gli sterili tesoreggiamenti dei singoli. E lo stesso può dirsi quanto alla durata degli investimenti: le particolari forme della nostra organizzazione sociale hanno consentito di rendere maggiormente fruttuosi per la collettività i « risparmi » dei singoli individui, facendo sì che essi vengano in realtà investiti per maggiore durata di quanto i singoli non sarebbero disposti a

consentire. Ed anche qui viene ad essere in primo piano l'azione svolta dal sistema bancario.

Resta con ciò confermato che i moderni sistemi monetari e creditizi rappresentano lo strumento più efficace per sopperire alle esigenze di liquidità dell'epoca moderna. Ma in pari tempo resta confermato che il sistema economico diviene esposto ad una maggiore instabilità. Quella medesima « alta-lena » che si riscontra nella creazione della moneta creditizia, e cioè nella massa dei mezzi liquidi, si riscontra anche nella durata degli investimenti. Anche qui i cambiamenti e le inversioni nelle aspettative del pubblico, che appaiono come riflesse in uno specchio or concavo, or convesso, nonchè la insufficienza o la assenza di adeguate reazioni stabilizzatrici negli organi attraverso i quali si realizza la creazione della liquidità « artifi-

IV. — La liquidità del sistema bancario (*)

I. — I diversi elementi fin qui delineati quanto agli aspetti economici della liquidità consentono di stabilire alcuni punti di particolare importanza per la trattazione dei problemi della liquidità del sistema bancario.

Consentono, in primo luogo, di confermare che l'esigenza di liquidità è intrinsecamente connaturata all'attività economica in ogni sua manifestazione, avuto riguardo alle incertezze che inevitabilmente incombono su di essa in ogni circostanza e sotto ogni regime. Appunto per questo suo carattere l'esigenza di liquidità può avere profonde influenze non solo sulla entità del reddito che si vien formando di momento in momento, ma anche sulla struttura della produzione e quindi sulla efficienza del sistema economico visto nella sua persistente consistenza.

Questa influenza, per altro, è non solo profonda ma anche instabile e costituisce quindi uno degli elementi che portano ad accentuare i malanni ed i pericoli insiti nelle fluttuazioni economiche, avuto riguardo soprattutto alle loro conseguenze sociali. Tanto che, dalle prime astratte raffigurazioni in campo

« ciale », possono far sì che siffatta creazione contribuisca pur essa ad accentuare le fluttuazioni congiunturali fino a renderle critiche.

In sostanza, anche nel campo della liquidità come in ogni altro campo della vita economica, le creazioni istituzionali, o « artificiali » che dir si voglia, hanno un loro « costo » per la collettività. Si può riuscire e si è riusciti — come si è detto — a conciliare quel che, a prima vista, può apparire inconciliabile: a fronte delle accresciute esigenze di liquidità dei singoli si è riusciti, non solo a creare una maggiore « massa » di mezzi liquidi, ma anche a protrarre la « durata » delle immobilizzazioni richieste dai progressivi sviluppi del sistema produttivo. Ma ciò avviene a costo di una accentuazione delle fluttuazioni che inevitabilmente si accompagnano — anche per altre profonde ragioni — agli sviluppi dell'attività economica.

teorico (quali quelle del Rosenstein Rodan, in « Economica », 1936, p. 261), via via nei concreti svolgimenti in campo pratico (quali quelli del Berle e Pederson, cit., pp. 149, 199), si è venuti a considerare la liquidità quale « elemento esplosivo » del sistema economico. E nella teoria delle fluttuazioni si è venuti a parlare di « esplosione della mina monetaria » per l'accentuarsi della preferenza per la liquidità nella fase di discesa del ciclo (così l'Hicks, in *Trade Cycle*, 1950, p. 160).

Sono perciò comprensibili le preoccupazioni di coloro i quali nel continuo crescendo delle esigenze di liquidità dei singoli individui, in relazione anche alle sempre maggiori incertezze dell'avvenire, ritengono di intravedere una minaccia di dissoluzione dell'economia di mercato a base creditizia, se non addirittura del sistema capitalistico. Preoccupazioni queste che, ancorchè non siano da condividere, denotano tuttavia quanta im-

(*) Riportiamo sotto questo titolo i punti principali di altro scritto del medesimo titolo, pubblicato in « Bancaria », n. 3, marzo 1951, aggiungendo alcune argomentazioni conclusive.

portanza vada attribuita alla esigenza di liquidità. E quanta importanza vada quindi attribuita alla politica bancaria e creditizia riguardo al modo ed ai limiti entro i quali essa consente di soddisfare le esigenze di liquidità dei singoli individui e delle singole aziende. Da siffatta politica, dipende, infatti, se quelle esigenze possano essere soddisfatte in modo appropriato ed entro limiti adeguati e se in conseguenza possano oppur no essere evitate o quanto meno attenuate le gravi conseguenze che ne possono derivare.

2. — L'importanza così attribuita alla politica bancaria in quanto rivolta al soddisfacimento delle esigenze di liquidità dei singoli operatori, induce a domandarsi se non sia da modificare l'abituale modo d'intendere le funzioni del sistema bancario. Se, cioè, le funzioni della banca, oltrechè nel provvedere mezzi di pagamento per le esigenze degli scambi ed oltrechè nel trasferire « capitali » da chi ne dispone a chi ne abbisogna, non consista anche e soprattutto nel soddisfare le esigenze di liquidità del sistema economico e dei singoli operatori che lo compongono. Se, in altri termini, la funzione essenziale del credito non consista proprio nel soddisfare le esigenze di liquidità dei componenti il sistema economico e se in conseguenza le banche, quali tipiche intermediarie del credito, non vengano in definitiva ad assolvere soprattutto le funzioni di « creatrici di liquidità » per tutti i singoli componenti il sistema economico.

Con questa visione la banca, nelle sue moderne manifestazioni, rappresenta la difesa opposta dall'organismo sociale contro le « fratture » che la sua compagine sarebbe esposta a subire per conseguenza delle esigenze di liquidità: per conseguenza del fondamentale contrasto tra i margini di liquidità che i singoli vorrebbero conseguire mantenendo non impiegata una quota dei loro risparmi e la impossibilità di introdurre margini siffatti nell'insieme del sistema economico, che per altro è ineluttabilmente avviato a basare il suo progresso su immobilizzazioni sempre più vaste.

E le argomentazioni addotte a sostenere questo modo di vedere confermano anche

quel che ci dice il comune buon senso quanto agli obiettivi cui dovrebbe mirare la politica del sistema bancario per assolvere quella sua preminente funzione. Il sistema bancario, cioè, dovrebbe da un canto promuovere quel tanto di liquidità che occorre per soddisfare le esigenze dei singoli, sia riguardo alla massa dei mezzi liquidi, sia riguardo alla durata degli investimenti. E, d'altro canto, dovrebbe adoperarsi a che le fluttuazioni della congiuntura possano essere evitate o quanto meno attenuate.

Le banche per altro non sono soltanto « creatrici » di liquidità altrui: esse sono anche « ricercatrici » di liquidità propria. Anche esse, cioè, hanno proprie esigenze di liquidità, che si pongono non solo per le singole aziende, ma altresì per l'insieme del sistema bancario. Tali esigenze anzi — come si è inizialmente messo in rilievo — assumono nei confronti delle banche preminente importanza. Resta perciò da vedere — e proprio in questo consiste il problema della liquidità del sistema bancario, guardato dal punto di vista delle banche — se e come ed entro quali limiti le banche possano provvedere alle esigenze di liquidità altrui pur soddisfacendo anzitutto le esigenze di liquidità proprie. Nonchè — è importante aggiungere — pur soddisfacendo le altre esigenze cui deve anche mirare la politica bancaria.

3. — Naturalmente il problema così posto ha diverso carattere e diversa portata a seconda che si considerino singole aziende a sè stanti oppure l'insieme del sistema bancario, istituto di emissione compreso. Tuttavia, per ben oltre un secolo, il problema stesso ha potuto essere risolto tanto per i singoli quanto per l'insieme con l'adozione di un unico « canone » assai semplice: il canone della « autoliquidazione » degli impieghi. Ed invero, sotto molti aspetti, quel canone ha ben meritato di dominare, come in effetti ha dominato, l'« arte » e la « scienza » bancaria di tutta un'epoca.

Secondo i suoi dettami le banche dovrebbero limitarsi ad accordare alla propria clientela crediti a breve termine, inerenti esclusivamente ad operazioni che si liqui-

dino di per sè stesse. I crediti bancari, cioè, dovrebbero consistere esclusivamente in crediti di esercizio, destinati ad accompagnare la produzione nella sua fase finale: nella fase in cui i beni da approntare per il consumo, o per ulteriore produzione, stanno per passare dalle mani del produttore a quelle del definitivo acquirente. Sicchè la liquidità bancaria, in ultima analisi, dovrebbe essere basata sulla normale maturazione economica dei prodotti e dovrebbe così rientrare nel quadro della già considerata liquidità « naturale » del sistema economico.

Questa norma di condotta non solo sarebbe appropriata — ripetesi — tanto per le singole aziende quanto per l'insieme del sistema bancario, ma consentirebbe anche — come in effetti ha consentito — di regolare ad un tempo le esigenze di liquidità tanto riguardo alla massa dei mezzi liquidi quanto riguardo alla durata degli impieghi. E precisamente le banche, nel guardare la durata degli impieghi, ammettendo soltanto quelli a breve, verrebbero a regolare in modo pressochè automatico la massa degli impieghi stessi e quindi di riflesso la massa dei mezzi liquidi creati dall'insieme del sistema bancario. Cosa questa che — è bene ricordarlo — ha avuto gran peso nella questione della « libertà » delle banche: ha fatto, cioè, ritenere superflue le limitazioni cui mirano i cosiddetti controlli « quantitativi » della epoca attuale, considerando sufficiente la limitazione (che potrebbe dirsi « qualitativa ») derivante dall'osservanza del canone della « autoliquidazione ». In sostanza l'osservanza di quel canone sarebbe stata necessaria e sufficiente per mantenere le banche « sane » e per assicurare quindi adeguata liquidità delle singole aziende e dell'insieme del sistema bancario.

Le banche così avrebbero provveduto, con adeguata larghezza, alla liquidità altrui nei limiti consentiti dalle esigenze della propria liquidità. E in pari tempo, attraverso il contenimento dei propri impieghi, avrebbero evitate o quanto meno attenuate le fluttuazioni della congiuntura, in quanto queste fossero da far risalire ad eccessi di espansione dei traffici ovvero, in definitiva, ad eccessi

di investimenti, promossi o comunque assecondati da eccessi di facilitazioni creditizie da parte delle banche. Il prevenire questi eccessi avrebbe fatto prevenire, o quanto meno smorzare, le crisi della congiuntura.

Ma oltre a questi vantaggi, il canone della autoliquidazione ha offerto quello di essere « flessibile » e cioè di potersi adattare alle mutate circostanze sopravvenute col passar del tempo. È da precisare in proposito che, fin dalla sua prima origine, la autoliquidazione oltre ad essere riferita alla definitiva maturazione del processo produttivo in beni di consumo, ha abbracciato anche la maturazione in beni intermediari (specialmente materie prime). Sicchè nella autoliquidazione è venuta ad essere compresa anche la « trasferibilità » dei beni da un produttore allo altro e così, sotto questo aspetto, la autoliquidazione è andata oltre il quadro della liquidità « naturale » per ammettere elementi di liquidità « artificiale ». Il che è poi avvenuto in proporzioni sempre più vaste man mano che alla autoliquidazione sul mercato dei prodotti è stata assimilata la autoliquidazione sul mercato dei capitali, per i « titoli » aventi largo mercato, affiancando così alla trasferibilità dei beni anche la trasferibilità dei crediti.

4. — Eppure, fra tanti vantaggi, il canone della autoliquidazione comportava conseguenze assai gravi proprio in quelle svolte critiche della congiuntura che avrebbe dovuto smorzare, conseguenze che hanno avuto grande risalto soprattutto nelle crisi occorse dopo la prima guerra mondiale.

Si è constatato allora per l'insieme del sistema bancario di ogni paese quel che il Bagehot aveva così lucidamente prospettato per la Banca d'Inghilterra in epoca di regime augeo (in *Lombard Street*, 1873). Essere, cioè, illusorio per l'insieme del sistema bancario ricercar liquidità, nei periodi di discesa della congiuntura, attraverso la autoliquidazione dei prodotti, che inevitabilmente si traduce allora in una liquidazione forzata non solo della produzione corrente ma anche dei capitali preesistenti e di ogni « valore » in genere, con gravi tracolli dei mercati e dei

prezzi. Ed ancor più si è toccato con mano, soprattutto attraverso le tragiche esperienze della « grande crisi » del 1931-33, come in tali circostanze la condotta delle banche ispirata al canone della « autoliquidazione » non possa non accentuare la discesa della congiuntura, fino a provocare, secondo la già riportata frase dell'Hicks, « la esplosione della mina monetaria ». Sicchè allora viene in tutta evidenza come il sistema bancario nel suo complesso possa in definitiva soddisfare le proprie esigenze di liquidità solo in quanto riesca esso a soddisfare le esigenze di liquidità dell'insieme del sistema economico, attraverso la creazione di una maggior massa di mezzi liquidi. Chè diversamente, man mano che nella discesa della congiuntura si rendono più sentite, in quanto insoddisfatte, le esigenze di liquidità del pubblico, gli sviluppi della congiuntura possono portare ad una vera e propria « crisi di liquidità », tale da investire il sistema bancario anche nelle aziende più « sane ». Crisi che, qualora fosse spinta alle sue estreme conseguenze, potrebbe addirittura provocare una disintegrazione del sistema bancario, con inevitabili riflessi nella stabilità monetaria.

L'aver dato spiccata evidenza a siffatti pericoli può essere ascritto a merito della « nuova economia » di ispirazione keynesiana, anche se la dimostrazione può esserne data in termini alquanto più semplici, senza distaccarsi dagli insegnamenti classici, come abbiám cercato di fare anche noi nel trattare « la liquidità quale tesoreggiamento ». Quale che sia la via prescelta viene comunque in chiaro che, agli effetti della liquidità, non vale per l'insieme quel che vale per i singoli, ovvero, secondo i termini oggi in voga, non può affermarsi in « macroeconomica » quel che si assevera in « microeconomica ». Singole aziende bancarie possono bensì conseguire da sole (con il « si salvi chi può ») una maggiore liquidità anche in periodi di discesa della congiuntura, adottando il canone della autoliquidazione. Ma ciò è escluso per l'insieme del sistema bancario: nei periodi di discesa della congiuntura, durante i quali si rendono più sentite le esigenze di liquidità dei singoli, la autoliquidazione non può far altro che provocare ineluttabilmente

una involuzione regressiva del reddito e del risparmio per l'insieme della collettività. Involutione affatto necessaria in quanto non dovuta ad altro che al fondamentale contrasto — di proposito già più volte ribadito — tra quel tanto di moneta che i singoli vorrebbero tendenzialmente avere e quel tanto che essi nel loro insieme possono effettivamente avere. Contrasto che potrebbe appunto essere risolto con una appropriata politica bancaria, per vie diverse — se non opposte — da quelle dettate dal canone della autoliquidazione.

In ultima analisi, quindi, l'applicazione di tale canone, ancorchè possa avere una qualche efficienza nel prevenire svolte critiche che si riconnettano, quanto alle loro origini, ad eccessi di facilitazioni creditizie, non può non essere controproducente una volta « scoppiata » la crisi. Così come, del resto, può essere controproducente ogni qualvolta si abbia un temporaneo arresto od un occasionale abbassamento di tono dell'attività economica in un andamento di normale sviluppo. Cosa questa di cui non sempre ci si rende conto in quei paesi nei quali prevale tuttora il convincimento che ci si possa affidare, in ogni circostanza, alla autoliquidazione, per risolvere accresciute esigenze di liquidità del sistema economico.

5. — È perciò ben comprensibile come il canone della autoliquidazione sia stato man mano abbandonato in questi ultimi decenni. E come al suo posto sia stato eretto il canone della « trasferibilità » che si era venuto a formare — come s'è visto — nell'ambito della stessa « autoliquidazione », quale suo correttivo.

In base a questo canone i crediti bancari sarebbero da considerarsi più o meno liquidi a seconda del grado in cui sono suscettibili di essere trasferiti dalle banche sul libero mercato ovvero da una banca all'altra e, in ultima istanza, dall'insieme del sistema bancario all'istituto di emissione. E ciò indipendentemente dalla destinazione dei crediti: tanto se destinati ad enti pubblici che ad aziende private, tanto se per finalità di consumo che per finalità di produzione, tanto

se a fronte di occorrenze di esercizio che a fronte di attrezzature ed impianti. Sicchè in sostanza la liquidità del sistema bancario verrebbe basata esclusivamente sulla liquidità « artificiale » del sistema economico, in quanto sarebbe dovuta più che altro alle particolari forme assunte dagli ordinamenti bancari, creditizi ed economici in genere, riguardo alla trasferibilità degli impieghi delle banche.

Così, attraverso il canone della trasferibilità, la liquidità « artificiale » è assurta ad elemento esclusivo, fino a far mettere completamente da parte qualsiasi riferimento alla liquidità « naturale » che stava a base della autoliquidazione. Evoluzione questa che si è affermata specialmente negli Stati Uniti d'A. « La autoliquidazione è illusoria in teoria ed impossibile in pratica », avvertiva W. A. Morton a conclusione di apposito studio sulla liquidità (in « The American Economic Review », 1939, p. 284). « Nel decennio dal 1920 la teoria della trasferibilità ha soppiantato la teoria della autoliquidazione » (p. 282): « la liquidità è divenuta una questione istituzionale di struttura bancaria » ed anzi addirittura « questione di definizione legale » (pagina 276). È appunto questo modo di vedere, condiviso negli ambienti responsabili, ha dato l'avvio agli emendamenti del Federal Reserve Act, incorporati nel testo unico del 1935, in base ai quali le banche federali sono state fra l'altro autorizzate non solo a riscattare crediti a medio termine nei confronti di banche ed enti finanziari in genere, ma anche a concedere direttamente crediti siffatti ad aziende commerciali ed industriali.

È un orientamento questo che, seppur non sempre tradotto in concrete innovazioni degli ordinamenti bancari e creditizi, si è andato affermando anche in altri paesi almeno quanto al modo d'intendere i canoni della liquidità bancaria. Al qual proposito occorre tuttavia tener presente che, nella contrapposizione dell'un canone all'altro, non trattasi di affermare principi di verità eterna, ma di stabilire norme contingenti di condotta pratica, adatte a rispondere alle mutevoli esigenze della vita economica nei suoi svolgimenti da una epoca all'altra.

Da questo punto di vista non si può non sottolineare che le esigenze di liquidità, che hanno ormai pervaso il sistema economico in ogni suo elemento, non sono più oggi quelle di un tempo. È perciò ben comprensibile che quelle stesse necessità di vita che hanno portato a sovrapporre e ad intrecciare la liquidità artificiale alla liquidità naturale del sistema economico e che, a questi effetti, hanno addirittura portato a creare i moderni sistemi monetari e creditizi, abbiano portato anche a far posto sempre più largo al canone della trasferibilità, sovrapponendolo ed intrecciandolo al canone della autoliquidazione. Il che del resto non vuol dire che si debba perder completamente di vista la liquidità naturale del sistema economico, lasciando cadere del tutto il canone della autoliquidazione.

Abbiamo, infatti, già appositamente sottolineato che le « immobilizzazioni » necessarie alla maggior efficienza della struttura del sistema produttivo debbano pur sempre essere contenute in modo che il ritmo di normale maturazione del flusso della produzione sia in aderenza al ritmo dei consumi. Abbiamo, cioè, sottolineato essere pur sempre necessario evitare eccessi di investimenti, che possono ricorrere per l'insieme della collettività così come per le singole aziende. Il canone della autoliquidazione, lo abbiamo pur visto, non può da solo esser sufficiente a prevenire eccessi siffatti. Ma ciò non esclude possa giovare ad attenuarli. Può, cioè, essere d'inestimabile interesse il fatto che il sistema bancario, attraverso l'azione capillare e continuativa delle singole banche, non perda di vista il grado di maturazione del processo produttivo guardato nei suoi singoli elementi attraverso la autoliquidazione degli impieghi delle banche stesse. È, sotto questo aspetto, così come potrebbe essere fatale volersi ostinare a fondare la liquidità sul canone della autoliquidazione anche durante i periodi di discesa della congiuntura, potrebbe essere non confacente durante i periodi di normale sviluppo e tanto più in quelli di ascesa della congiuntura, non tener conto anche di quel canone. Si verrebbe allora a sottrarre un prezioso e forse inso-

stituibile elemento di stabilità al sistema economico già di per sé stesso tanto instabile.

6. — Non si può perciò aver la pretesa di risolvere il problema della liquidità del sistema bancario erigendo a « dogma » or l'uno or l'altro canone. Il problema — è bene ripeterlo — consiste nel vedere se e come ed entro quali limiti le banche possono provvedere alle esigenze di liquidità altrui pur soddisfacendo anzitutto le esigenze di liquidità proprie, nonchè le altre esigenze cui deve anche mirare la politica bancaria. Per risolverlo confacentemente bisogna perciò ricongiungersi all'insieme della politica bancaria sotto i diversi aspetti. E in questo più ampio quadro vanno guardati i vari elementi che abbiamo messo in rilievo quanto alle diverse vie per le quali le banche si rendono creatrici di liquidità, sia riguardo alla « massa » dei mezzi disponibili, sia riguardo alla « durata » degli impieghi.

Per quel che riguarda la massa dei mezzi liquidi è da riandare anzitutto a quel che effettivamente possono fare le banche ordinarie attraverso la creazione dei depositi. Abbiamo visto in proposito, nel considerare la liquidità quale tesoreggiamento, quanta parte abbiano nel processo di creazione le concessioni dei crediti da parte delle banche: quanta parte, cioè, abbiano le predisposizioni delle banche ad abbassare il proprio « grado di liquidità » pur di soddisfare le esigenze di liquidità altrui. Si è anche estesamente considerato quanta parte abbiano le preferenze del pubblico e come quindi le banche non possano non essere sensibili al comportamento dei « depositanti », le cui predisposizioni si manifestano attraverso il « grado di preferenza » per i depositi rispetto alle banconote. E si è anche prospettato quanta parte abbia l'istituto di emissione attraverso la determinazione della quantità complessiva di banconote emesse, che costituiscono — superfluo forse avvertirlo — la base essenziale rispetto alla quale si esercitano le anzidette predisposizioni delle banche e del pubblico. Ed è perciò ben comprensibile come, a voler dare una graduazione di im-

portanza a ciascuno dei tre elementi che necessariamente debbono concorrere alla creazione dei depositi, si possa dare precipuo risalto all'influenza esercitata dall'istituto di emissione attraverso l'emissione delle banconote (cui, ovviamente, vanno assimilate le disponibilità in conto presso l'istituto stesso).

Entro questi limiti va perciò visto quel che effettivamente possono fare le banche ordinarie. Esse possono più che altro allargare o restringere, nei diversi periodi di tempo, il loro concorso alla creazione dei depositi restringendo o allargando, a seconda delle circostanze, il proprio « grado di liquidità ». E, in ultima analisi, la loro azione viene ad essere tanto meglio confacente alle esigenze di liquidità « proprie » ed « altrui » quanto più viene osservata l'aurea massima che si tramanda da generazioni, secondo la quale occorre che le banche siano piuttosto severe nelle concessioni dei crediti nei periodi di espansione per poter sorreggere la clientela con maggior larghezza di liquidità nei periodi di depressione.

7. — Ben più ampie naturalmente sono le possibilità e le responsabilità dell'istituto di emissione quanto alla creazione dei mezzi liquidi in genere, fra i quali le banconote hanno ormai assunto quel « ruolo » che un tempo era riservato alla moneta metallica.

Da quanto si è reiteratamente esposto un punto acquista fondamentale importanza. È cioè che l'istituto di emissione, quali che siano le finalità ultime cui si ispiri la sua politica (dalla « neutralità » della moneta nelle sue diverse accezioni, alla « stabilità » dell'economia nei suoi molteplici, e non sempre univoci, aspetti), non può non tener conto delle esigenze di liquidità del pubblico, quali esigenze a sé stanti, per le quali si ha « naturale » bisogno di moneta, così come si ha bisogno di moneta per le esigenze degli scambi e della produzione in genere. I due fabbisogni possono, a seconda delle circostanze, or sostituirsi or sovrapporsi l'uno all'altro, come abbiám già visto. Cosa questa che ci veniva detta anche attraverso le tradizionali raffigurazioni della velocità di circolazione, le cui variazioni possono, a se-

conda delle circostanze, essere in senso opposto oppure nello stesso senso delle variazioni della quantità di moneta. Il considerare le esigenze di liquidità quali esigenze a se stanti dà modo per altro di rendersi meglio conto della loro portata e delle profonde conseguenze che il soddisfacimento o meno delle esigenze stesse può comportare — come si è estesamente mostrato — quanto alla formazione del reddito corrente e di riflesso quanto alla formazione del risparmio ed a quel tanto che può essere affidato dal pubblico alle banche. E dà modo anche di considerare che qualora gli aumenti della massa di mezzi liquidi fossero commisurati soltanto agli sviluppi degli scambi e della produzione in genere, potrebbero restarne soffocate le occorrenze connesse al « naturale » sviluppo delle esigenze di liquidità, con gli accennati effetti sul reddito e sul risparmio. Le cifre innanzi riportate circa i progressivi aumenti avutisi negli Stati Uniti d'A. quanto al rapporto tra mezzi liquidi e reddito (rapporto che neutralizza le variazioni del potere di acquisto della moneta) possono dare una idea dell'importanza di questo aspetto della liquidità.

Altro punto di fondamentale importanza è poi quello già più volte toccato quanto alla creazione dei depositi. Occorre, cioè, riconoscere, che per siffatta creazione è necessario il concorso dell'istituto di emissione, da cui deve pur avere origine quel minimo di banconote che è richiesto a copertura dei depositi. Il che vuol dire riconoscere che i depositi non sono « frutto » esclusivo del risparmio ovverossia che la tendenza ad un maggior risparmio da parte dei singoli individui può assumere forma monetaria e tradursi quindi in un aumento della massa complessiva dei depositi solo in quanto siffatto processo di « trasformazione » — se così vogliamo chiamarlo — del risparmio in depositi bancari venga assecondato dall'istituto di emissione.

A non tener conto di ciò, si potrebbe essere indotti ad attribuire ad insufficiente formazione di risparmio (visto nella sua « reale » consistenza al disotto del « velo » monetario) ogni eventuale rallentamento negli aumenti dei depositi bancari che non fosse dovuto

ad altro che ad un contenimento della circolazione di banconote. Contenimento che in realtà verrebbe esso a precludere la possibilità di far emergere il risparmio in forma monetaria e potrebbe quindi farlo svanire in una involuzione regressiva del reddito, con le ben note conseguenze cumulative anche riguardo al risparmio. Sicchè in definitiva verrebbe bensì ad emergere una insufficienza di risparmio e di liquidità, ma siffatta insufficienza non sarebbe che il riflesso di quella politica di non necessario contenimento della circolazione. Eventualità questa che fa ricordare l'arguta raffigurazione della cintura applicata ad un organismo in sviluppo: è ovvio da un canto che non basta allargarla perchè l'organismo cresca, ma d'altro canto se non si allarga l'organismo non può crescere a meno di non spezzare la cintura, così come del resto anche i sistemi monetari possono talvolta spezzarsi per l'eccessiva loro rigidità.

In sostanza, perchè possa conseguirsi una adeguata liquidità quanto alla massa dei mezzi disponibili è necessario si abbia una confacente elasticità da parte dell'istituto di emissione. È necessario, cioè, che il processo di trasformazione del risparmio in forma monetaria venga opportunamente assecondato, anche nel suo andamento continuativo di giorno in giorno, di modo che possa essere sorretto anche in ogni momentaneo arresto od abbassamento di tono dell'attività economica cui in realtà va attribuita rilevante importanza. Ciò tanto più se si considera che son proprio le vicende di ogni momento quelle che, proiettandosi nel futuro, determinano l'avvenire. La necessità di una politica monetaria adeguatamente elastica va per altro intesa entro i limiti che — come vedremo — gli istituti di emissione sono tenuti ad osservare quale che sia il regime monetario entro cui operano.

8. — Quel che siamo venuti a dire riguardo alla « massa » dei mezzi liquidi può dirsi, quanto al fondo del problema, anche riguardo alla « durata » degli impieghi.

Anche a questi effetti può farsi sentire la influenza delle banche ordinarie, le quali

— come si è espressamente detto — possono concorrere ed hanno sempre concorso alla creazione di liquidità « artificiale », contrapponendo ai crediti a breve ad esse accordati dai loro clienti creditori impieghi che, guardati nella loro reale concretezza, hanno ben più lunga durata. È certamente un sempre più largo accoglimento del canone della « trasferibilità » può far estendere sempre più questa creazione di liquidità artificiale delle banche ordinarie: può, cioè, dar modo di utilizzare in sempre più larga misura le disponibilità raccolte dalle banche ordinarie ai fini dell'irrobustimento dell'attrezzatura produttiva, attraverso un più « esteso » e più « intenso » impiego di capitali, anche in impianti fissi. Ciò per altro non comporta di consentire alle banche di assumere direttamente dei finanziamenti industriali, nè in via occasionale, nè tanto meno in via continuativa, sino a trasformarsi da banche « ordinarie » già dette di tipo inglese, in banche « miste » dette di tipo tedesco. Problema questo, un tempo tanto dibattuto, che può ormai ritenersi superato, anche per considerazioni diverse da quelle inerenti alla liquidità.

Siffatto problema, invero, non riguarda in modo particolare le banche ordinarie, ma investe tutto il sistema bancario, visto — come s'è detto — nella complessa articolazione delle diverse categorie di aziende di cui si compone. È sotto questo profilo riguarda anche l'istituto di emissione, in quanto esso, oltre a « governare » la moneta, regolando l'emissione delle proprie banconote, abbia anche facoltà più o meno ampia di « governare » il credito, nelle sue forme tipiche, regolando gli ordinamenti di tutto il sistema bancario. Ed è per questa via che, in ultima analisi, dipende dall'istituto di emissione la creazione o meno di quel tanto di liquidità « artificiale » che è pur necessaria per rendere maggiormente fruttuosi per la collettività i risparmi dei singoli individui, attraverso l'impiego di essi nelle crescenti « immobilizzazioni » richieste dagli svolgimenti dell'economia moderna.

A questo proposito non è forse superfluo rilevare che, così come non sarebbe confa-

cente assumere che il risparmio dei singoli individui venga di per sé stesso a determinare la massa complessiva dei mezzi liquidi, così pure non sarebbe confacente assumere che le determinazioni dei singoli, quanto alla durata delle loro attese, possano di per sé stesse determinare la durata degli impieghi per lo insieme del sistema economico. Così come dal primo, così pure dal secondo punto di vista non può non avere influenza rilevante, ed anzi decisiva, l'azione dell'istituto di emissione. Azione che evidentemente non può esaurirsi nel prevenire abusi e neppure può risolversi nel precludere alle banche ordinarie impieghi a termine non breve. Una volta arrivati a questo è indispensabile colmare il vuoto lasciato dalle banche ordinarie nel processo di irrobustimento della struttura produttiva: è indispensabile sopperire in altro modo a quelle funzioni essenziali per il mantenimento di una economia di mercato a base creditizia. È per questo occorre escogitare nuovi ordinamenti che valgano a dar vita, con adeguato respiro, a positive soluzioni del secolare problema delle « immobilizzazioni » richieste dal « processo di incivilimento ». Soluzioni già del resto intraviste in nuove forme di intermediazioni creditizie che, pur escludendo un ritorno all'ormai sorpassato sistema delle banche miste, consentano di impiegare indirettamente in finanziamenti industriali di non breve durata, adeguate aliquote delle disponibilità bancarie, con i necessari margini di garanzia e di trasferibilità.

Sotto questo aspetto della trasferibilità, è poi da considerare se, pur tenendo conto delle diverse situazioni e delle diverse circostanze dei diversi paesi, non siano da estendere in opportuna forma in altri paesi gli accennati emendamenti delle leggi bancarie degli Stati Uniti d'A., attraverso i quali è stato consentito di far largo ricorso al credito degli istituti di emissione federali anche per i finanziamenti industriali a medio termine.

9. — In tutto questo — s'intende — anche gli istituti di emissione hanno i loro limiti. Limiti che invero si manifestavano con

maggiore evidenza in epoca di regime aureo, ma che sussistono comunque in qualsiasi regime monetario, in quanto dettati dalla cosiddetta « natura delle cose » ovverossia dalle « inviolabili leggi dell'economia ».

In effetti la copertura in oro o in divise che gli istituti di emissione avevano obbligo di tenere in epoca di regime aureo non solo rispecchiava in via diretta ed immediata le operazioni svolte dagli istituti stessi, ma risentiva anche in via indiretta e mediata le svariate influenze esercitate da quelle operazioni sull'andamento dell'attività economica generale e quindi sui saldi della bilancia dei pagamenti con l'estero. È per quanto le innovazioni sopravvenute nei regimi monetari e nei regimi dei cambi abbiano potuto modificare o rendere meno evidenti le accennate influenze dirette ed immediate sulle « coperture » ed in genere sulle « situazioni » degli istituti di emissione, le innovazioni stesse non hanno potuto eliminare le influenze indirette e mediate sulle transazioni internazionali, quali emergono attraverso i saldi della bilancia dei pagamenti con l'estero. Ed anzi le esperienze di questi ultimi decenni hanno maggiormente fatto acquisire alla consapevolezza degli istituti di emissione quanta importanza abbia la politica monetaria e creditizia sull'andamento delle bilancie dei pagamenti. Come, cioè, una accelerazione « eccessiva » nella creazione di mezzi liquidi immediati o un allungamento « eccessivo » nella durata degli investimenti tenda a tradursi in una persistente passività della bilancia dei pagamenti; che a sua volta, a meno che quegli « eccessi » non vengano corretti, non può non dar adito, sia pure a lungo andare, ad uno spostamento di parità monetarie tali da eliminare gli « eccessi » attraverso la riduzione comparativa del valore dei mezzi liquidi e degli altri crediti creati a fronte degli investimenti. Ed appunto nella nozione di siffatti « eccessi » si riflettono i limiti che anche gli istituti di emissione sono tenuti ad osservare.

Quali siano questi limiti, per quel che si ricollega al problema della liquidità, abbiamo già adombrato. Da un canto, avuto riguardo alla creazione dei mezzi liquidi immediati,

si è accennato che il ritmo delle concessioni dei crediti da parte dell'insieme del sistema bancario deve essere compatibile con il ritmo della formazione del risparmio, nonché con il ritmo dei crediti che il pubblico viene ad accordare alle banche. È d'altro canto, avuto riguardo all'allungamento della durata degli investimenti, si è detto e poi ribadito che anche per l'insieme del sistema produttivo le « immobilizzazioni » debbono pur sempre essere contenute in modo che il ritmo di normale maturazione del flusso della produzione sia in aderenza al ritmo dei consumi. Limitazioni queste che in ultima analisi non sono che due aspetti di una medesima necessità: quella di mantenere il ritmo degli investimenti in aderenza al ritmo dei risparmi. Necessità che deve pur sempre essere osservata affinché il sistema economico nel suo complesso abbia una adeguata liquidità e non si trovi esposto a dover « smobilitare » investimenti eccessivi, subendone il relativo costo, anche attraverso gli accennati riflessi nei rapporti internazionali.

È perciò comprensibile come la « posizione » di liquidità del sistema economico ed ancor più quella del sistema bancario si presenti profondamente diversa nei diversi paesi a seconda delle rispettive possibilità quanto al flusso del reddito e del risparmio che si contrappone agli aumenti della popolazione ed agli aumenti di capitali pro capite. È comprensibile, cioè, che nei paesi che possono normalmente contare su disponibilità di risparmio comparativamente più larghe il problema della liquidità sia meno sentito. Il che ci sembra si riflette anche sul modo di concepire il problema stesso: sulla minore attenzione prestata ai limiti di carattere economico entro cui ogni paese può creare la propria liquidità.

Non è però da perder di vista che, quale che sia il livello su cui ogni paese deve operare, il problema della liquidità è strettamente connesso a quello delle fluttuazioni economiche. A seconda della congiuntura si allargano o si restringono i limiti entro cui l'istituto di emissione ed il sistema bancario in genere possono adoperarsi per accrescere la massa dei mezzi liquidi disponibili e per

allungare la durata degli investimenti. Il che, a sua volta, si riflette sull'andamento della congiuntura. Una politica economica generale atta a prevenire ed a smorzare le fluttuazioni congiunturali costituisce pertanto una esigenza fondamentale, cui non può non guardare anche l'istituto di emissione anche agli effetti della posizione di liquidità del sistema bancario. Il che non vuol dire doversi rinunciare alle nuove forme di liquidità dettate dalle esigenze della economia moderna, ma soltanto doverle accompagnare con accorgimenti tali da far sì che anch'esse riescano ad esercitare un'influenza stabilizzatrice sulla congiuntura.

In conclusione quindi se oggi, ben più che in passato, si hanno ampie possibilità di creare liquidità attraverso l'azione del sistema bancario diviene sempre più arduo stabilire nei concreti svolgimenti della vita economica ove stiano i limiti di quelle possibilità. Tanto più che non trattasi di fissare determinati traguardi o livelli da raggiungere per adagiarsi: trattasi piuttosto di regolare le « accelerazioni » da imprimere alla marcia incessante del sistema economico, perchè possa adeguarsi all'aumento naturale della popolazione ed alle crescenti istanze di maggiore benessere.

AMEDEO GAMBINO