

Il governo della liquidità (*)

I. Premessa.

Nonostante le critiche che da varie parti ed in vario senso sono state rivolte al *Radcliffe Report*, è da riconoscere ad esso un grande merito: quello di aver messo in risalto l'importanza da attribuire al « governo della liquidità », che ormai è venuto in primo piano, soprattutto agli effetti della politica congiunturale, imperniata sul regolamento della domanda globale di beni e di servizi.

Ciò invero non implica sostanziali innovazioni nella condotta della politica monetaria, generalmente intesa finora quale « governo della moneta » e più precisamente quale governo della sua offerta (1). La moneta, infatti, costituisce pur sempre — come vedremo — la principale componente della provvista di liquidità. E quindi il governo della liquidità implica più che altro di estendere il governo della moneta, intesa quale mezzo di pagamento, in modo da tener conto anche della « quasi-moneta », intesa quale mezzo idoneo ad essere rapidamente convertito in moneta, senza perdite apprezzabili.

Questa estensione non è una novità. Se ne è quasi sempre tenuto conto nella formulazione della teoria quantitativa e della equazione degli scambi. E così pure nella condotta della politica monetaria si

* Diverse argomentazioni espone nel presente scritto le ho già svolte in un articolo sugli *Aspects conjoncturels de la liquidité dans les pays de la Communauté Economique Européenne* (pubblicato nel fascicolo di agosto 1959 del « Bulletin d'information et de documentation » della Banque Nationale de Belgique e riprodotto in italiano nel fascicolo di agosto 1959 di « Bancaria ») e in altro articolo su *L'andamento della liquidità* (pubblicato nel fascicolo di novembre-dicembre 1959 della « Rivista Bancaria-Minerva Bancaria »).

(1) Invero, secondo il « Radcliffe Report », l'innovazione sarebbe sostanziale in quanto « it is the liquidity of the economy, rather than the 'supply of money' that the authorities should seek to affect by their use of monetary measures » (p. 4, par. 10). Come messo in rilievo da R. ROOSA (nel fascicolo di ottobre 1959 della « Lloyds Bank Review »), sarebbe più appropriato dire « the authorities should 'not only' control the supply of money 'but also' seek more broadly to affect the liquidity of the economy » (p. 3).

è per lo più fatto esplicito riferimento, da parte delle banche centrali, non solo all'andamento della moneta creditizia nelle sue tipiche forme di banconote e di depositi in conto corrente, ma anche all'andamento degli altri impegni del sistema bancario (quali, ad esempio per l'Italia, i « depositi a risparmio liberi e vincolati »), che rientrano appunto fra la quasi-moneta. La novità consiste piuttosto nel vivo risalto dato a siffatta estensione, con maggiore consapevolezza delle sue implicazioni. E consiste soprattutto nel comprendere fra i mezzi liquidi non solo i crediti verso l'istituto di emissione ed il sistema bancario, ma anche i crediti a breve termine verso lo Stato (quali, per l'Italia, i Buoni del Tesoro ordinari). Sicchè, per questa via, viene ad entrare in pieno nella scena della politica monetaria il Tesoro dello Stato, quale artefice di liquidità, affiancandosi esso, nella creazione di mezzi liquidi, all'istituto di emissione ed al sistema bancario.

II. La liquidità del sistema bancario e la liquidità del pubblico.

1. - Vediamo ora un po' più da vicino cosa si intende per liquidità o, più precisamente, per « provvista » (o disponibilità lorda) di mezzi liquidi (2).

In proposito la teoria economica ci avverte che i mezzi liquidi non costituiscono una categoria a se stante di beni particolari nettamente differenziabili rispetto agli altri beni. Si ha piuttosto una vasta gamma di beni o « mezzi » più o meno liquidi che presentano fra di loro differenze talvolta minime quanto al « grado di liquidità » attribuibile a ciascuno di essi e cioè — ripetesì — quanto alla loro idoneità ad essere rapidamente convertiti in altri beni, come la moneta. È perciò comprensibile non si abbia una piena uniformità tra i vari paesi quanto alla individuazione dei mezzi liquidi. Sicchè le precisazioni che avremo da esporre riguardo all'Italia non sempre corrispondono agli usi invalsi in altri paesi.

(2) Oltre alla « provvista » interessa talvolta seguire, per singoli settori del sistema economico, anche la « posizione » di liquidità, quale risulta deducendo dalle disponibilità lorde del settore considerato l'indebitamento a breve del settore stesso. Così, ad esempio, la Banca d'Italia nella Relazione per l'esercizio 1958 ha messo in evidenza (nell'ultima colonna della tavola 142 e nella figura 43) lo « avanzo » di liquidità del settore privato, corrispondente appunto alla posizione di liquidità del settore stesso.

2. - In ogni paese, peraltro, si pone sempre una netta distinzione tra la provvista di mezzi liquidi a disposizione del sistema bancario e la provvista di mezzi liquidi a disposizione del settore privato (3) ovvero, in termini più brevi, fra la liquidità del sistema bancario e la liquidità del pubblico. E si pone anche, sia nei riguardi del sistema bancario, sia nei riguardi del pubblico, la distinzione tra liquidità « primarie » e liquidità « secondarie ».

Così per l'Italia, a quel che può desumersi dai dati analitici pubblicati nelle Relazioni annuali della Banca d'Italia, la liquidità del sistema bancario risulta costituita dalle seguenti disponibilità o « riserve »:

RISERVE DI LIQUIDITA' DEL SISTEMA BANCARIO

	In miliardi di lire		In percentuali del totale	
	31-12-1957	31-12-1958	31-12-1957	31-12-1958
Cassa contante	97,8	104,8	2,7	2,4
Depositi presso la Banca d'Italia	48,0	77,4	1,3	1,8
Margine nei c/ anticipazione con la Banca d'Italia	187,0	238,0	5,2	5,4
B.T.O. e depositi presso il Tesoro	48,7	379,7	1,3	8,6
<i>Totale riserve primarie</i>	<i>381,5</i>	<i>799,9</i>	<i>10,5</i>	<i>18,2</i>
Depositi e titoli vincolati per riserve obbligatorie	1.163,9	1.387,7	31,9	31,6
Altri titoli di Stato o equiparabili	351,5	414,2	9,6	9,4
Portafoglio	1.747,7	1.794,1	48,0	40,8
<i>Totale riserve secondarie</i>	<i>3.263,1</i>	<i>3.596,0</i>	<i>89,5</i>	<i>81,8</i>
<i>Totale riserve</i>	<i>3.644,6</i>	<i>4.395,9</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Rapporti percentuali:				
— tra riserve primarie e depositi	5,9	10,6	=	=
— tra riserve totali e depositi	56,1	58,3	=	=

(3) Viene inteso come settore privato l'insieme del sistema economico meno il settore bancario ed il settore estero, comprendendo così in esso non solo i consumatori (o le « famiglie »), ma anche i produttori (o le « imprese »).

La liquidità del pubblico invece, sempre a quel che si desume dalle Relazioni della Banca d'Italia, risulta costituita come segue:

DISPONIBILITA' LIQUIDE DEL PUBBLICO

	In miliardi di lire		In percentuali del totale	
	31-12-1957	31-12-1958	31-12-1957	31-12-1958
Banconote della Banca d'Italia (più monete metalliche)	1.851	2.005	21,2	20,3
Depositi in c/c presso le aziende di credito	3.158	3.500	36,1	35,5
Depositi in c/c presso le casse postali	107	117	1,2	1,2
Altre partite	149	212	1,7	2,2
<i>Totale liquidità primarie</i>	<i>5.266</i>	<i>5.834</i>	<i>60,2</i>	<i>59,2</i>
Buoni del Tesoro ordinari	178	132	2,-	1,4
Depositi a risparmio presso le aziende di credito	2.706	3.208	30,9	32,5
Depositi a risparmio presso le casse postali	218	254	2,5	2,5
Altre partite	388	437	4,4	4,4
<i>Totale liquidità secondarie</i>	<i>3.490</i>	<i>4.031</i>	<i>39,8</i>	<i>40,8</i>
<i>Totale liquidità</i>	<i>8.756</i>	<i>9.865</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Rapporti percentuali:				
— tra liquidità primarie e R.N.L.	34,3	..	=	=
— tra liquidità totale e R.N.L.	57,2	..	=	=

3. - A parte le diversità di espressione, le riserve di liquidità del sistema bancario e le disponibilità liquide del pubblico hanno molti elementi comuni. In ultima analisi, infatti, le liquidità primarie del sistema bancario sono costituite essenzialmente da crediti del sistema stesso verso la Banca d'Italia (in « cassa contante » ed in « depositi »), nonché dal « margine nei c/anticipazione » e da crediti verso il Tesoro (in « Buoni del Tesoro ordinari » e in « depositi »), a prescindere da quel tanto che viene vincolato per riserve obbligatorie a copertura dei depositi (e che resta perciò imputato alle riserve secondarie). E anche nelle liquidità del pubblico si ritrovano dei crediti verso la Banca d'Italia (in prima linea fra le liquidità primarie) e verso il Tesoro (in prima linea fra le liquidità secondarie) (4).

(4) Oltre ai dati analitici riepilogati nei due precedenti prospetti, la Relazione della Banca d'Italia per il 1958 precisa (nella tav. 136) che i mezzi liquidi creati nel corso di

Non manca tuttavia una differenza essenziale cui va dato spiccato rilievo. E precisamente, mentre le riserve primarie del sistema bancario sono costituite esclusivamente dai crediti anzidetti e cioè da indebitamento a breve della Banca d'Italia e del Tesoro, invece le disponibilità del pubblico, oltre ad essere costituite da siffatto indebitamento (nonchè dall'indebitamento delle Casse postali, che in definitiva risale al Tesoro), sono costituite anche ed anzi soprattutto dall'indebitamento a breve del sistema bancario: da depositi presso le aziende di credito nei conti correnti (quali liquidità primarie) e nei depositi a risparmio (quali liquidità secondarie). Sicchè, mentre la Banca d'Italia ed il Tesoro creano liquidità sia nei confronti del sistema bancario sia nei confronti del pubblico, il sistema bancario, a sua volta, concorre anch'esso alla creazione di liquidità nei confronti del pubblico. Le aziende di credito si trovano così nella singolare posizione di « ricercatrici » (o « portatrici ») di liquidità nei confronti della Banca d'Italia e del Tesoro e di « creatrici » di liquidità nei confronti del pubblico.

4. - Appunto questa creazione di liquidità da parte del sistema bancario è man mano divenuta preminente nelle moderne economie creditizie, tanto da potersi adattare ad esse l'arguta espressione del Fisher, secondo la quale « non è più un cane che muove la coda, è una coda che muove un cane », nel senso non essere più le banconote l'elemento dominante rispetto ai depositi (5).

Questa prevalenza dei depositi rispetto alle banconote se da un canto va fatta risalire alla crescente preferenza dimostrata dal pubblico, nella sua veste di creditore del sistema bancario, per la detenzione dei depositi rispetto alla detenzione delle banconote, va d'altro canto fatta risalire anche ai ben noti effetti « moltiplicativi » che le concessioni dei crediti da parte delle aziende di credito, specialmente sotto forma di « impieghi » nei confronti del pubblico, vengono ad

quell'anno dalla Banca d'Italia e dal Tesoro, per un ammontare complessivo di 924 miliardi, sono affluiti per 717 miliardi fra le riserve del sistema bancario e per 207 miliardi fra le disponibilità del pubblico. Si desume anche (dalla tav. 135) che il predetto ammontare complessivo di 924 miliardi può essere ascritto per 529 miliardi a creazione di liquidità da parte della Banca d'Italia e per 395 miliardi a creazione di liquidità da parte del Tesoro.

(5) Il FISHER ne *L'illusione monetaria* (Milano, 1930, p. 151) si è riferito, con l'espressione riportata nel testo, ai rapporti tra l'oro e l'insieme della moneta creditizia (banconote e depositi).

avere sul volume dei depositi (6). Ciò in quanto — come è risaputo — su una data eccedenza di riserve liquide (al di là della quota vincolata a copertura dei depositi) le aziende di credito sono in grado di dar adito a concessioni di credito, e di riflesso a creazione di depositi, per un multiplo, più o meno elastico, dell'eccedenza stessa. In altri termini l'acquisizione da parte del sistema bancario di un dato ammontare di mezzi liquidi creati dalla Banca d'Italia e dal Tesoro non si traduce soltanto, in definitiva, in una creazione di depositi per lo stesso ammontare, come se si trattasse di semplice sostituzione di depositi al posto di banconote o di Buoni del Tesoro, sostituzione che non comporterebbe un aumento delle liquidità complessive del pubblico. Quella acquisizione finisce col tradursi piuttosto, attraverso le concessioni di credito da parte del sistema bancario, in una creazione di depositi per un ammontare superiore a quello dei mezzi liquidi acquisiti dal sistema bancario stesso. E allora la creazione dei depositi si risolve, in definitiva, in una effettiva creazione di liquidità per l'insieme del pubblico, attraverso gli effetti moltiplicativi delle concessioni di crediti del sistema bancario.

5. - Giocano in questo senso oltre ai tipici « impieghi », quali crediti verso il settore privato, anche gli acquisti di Buoni del Tesoro, quali crediti verso il settore pubblico.

Che questi acquisti, visti — ripetersi — quali concessioni di credito al settore pubblico, possano influire sulla creazione dei depositi bancari nello stesso senso delle concessioni di crediti al settore privato lo si vede allorquando gli acquisti vengono effettuati nei confronti del pubblico mediante accredito in conto presso la banca acquirente. Se invece gli acquisti vengono effettuati nei diretti confronti del Tesoro, mediante versamento presso la Banca d'Italia, si ha allora una diminuzione delle riserve primarie del sistema bancario. Ma questa diminuzione può verificarsi anche nel caso di concessioni di crediti a privati, se i beneficiari delle concessioni stesse (o i loro aventi causa) finiscono col prelevare banconote, il che può

accadere e normalmente accade non solo all'atto della concessione del credito, ma anche ed anzi soprattutto nel normale giro delle operazioni di « cassa » fra banche e pubblico, nel corso del quale il pubblico, nella sua veste — ripetersi — di creditore del sistema bancario, esercita, deliberatamente o meno, una scelta tra detenzione di depositi e detenzione di banconote. Può dirsi quindi che tanto gli « impieghi » verso il settore privato quanto gli acquisti di Buoni del Tesoro possono risolversi sia in creazione di depositi bancari, sia in diminuzione delle disponibilità del sistema bancario sull'istituto di emissione, a seconda delle preferenze dimostrate dal pubblico nella scelta anzidetta.

In realtà, peraltro, gli « impieghi » verso il settore privato offrono al pubblico, nel suo insieme, più ampie possibilità di detenzione dei depositi e costituiscono nello stesso tempo un più diretto stimolo a siffatta detenzione. Essi finiscono quindi con l'influire in maggior misura sugli effetti moltiplicativi, i quali vengono così ad essere maggiormente avvertiti allorquando le erogazioni dei crediti del sistema bancario hanno luogo mediante « impieghi » nei confronti dei privati, piuttostochè mediante acquisti di Buoni del Tesoro. Per questo gli effetti moltiplicativi assumono maggior rilievo nei periodi di espansione dell'attività economica, durante i quali il sistema bancario può accrescere più agevolmente la massa dei suoi « impieghi », mentre nel contempo il pubblico, per riflesso dell'aumento del reddito, viene ad essere in grado di accordare, quale depositante, maggior credito al sistema bancario. Ed è allora che viene maggiormente in evidenza la funzione del sistema bancario quale « creatore » di liquidità nei confronti del pubblico attraverso gli effetti moltiplicativi inerenti ai crediti concessi dal sistema bancario stesso.

6. - Proprio per siffatta creazione l'andamento della liquidità del sistema bancario viene ad essere ben diverso ed anzi, in generale, contrapposto all'andamento della liquidità del pubblico.

Infatti la creazione di liquidità in favore del pubblico, in contropartita dei crediti comunque erogati dal sistema bancario, fa sì che a fronte dell'aumento della provvista di mezzi liquidi in mani del pubblico si abbia una diminuzione della liquidità del sistema bancario. Questa diminuzione si può manifestare in cifre assolute e cioè nella consistenza delle riserve primarie del sistema bancario,

(6) La nozione degli effetti moltiplicativi è ormai di dominio comune. Ad essi, ad es., si riferisce esplicitamente la Banca d'Italia nella Relazione per l'esercizio 1958, a p. 299, nonché a p. 310 ove si mette in evidenza essere riservata alle aziende di credito « la funzione di ' moltiplicare ' la liquidità con la creazione di moneta bancaria ».

se ed in quanto il pubblico, a fronte dell'accresciuto volume dei depositi, dia luogo a prelievi di banconote, senza che nel contempo l'istituto di emissione aumenti la circolazione (7). Ma anche quando, come generalmente avviene, l'espansione creditizia da parte del sistema bancario viene accompagnata da aumenti della circolazione da parte dell'istituto di emissione, la diminuzione può manifestarsi e per lo più si manifesta nel rapporto tra le riserve primarie ed i depositi. Allora, infatti, la riduzione del rapporto la si può avere anche senza diminuzione del volume delle disponibilità (al numeratore) per il fatto stesso dell'aumento del volume dei depositi (al denominatore). Ed è questo rapporto quel che conta quale « stella polare » cui guardano le aziende di credito nel regolare l'andamento delle loro concessioni di credito.

7. - La conferma di questo contrapposto andamento della liquidità del sistema bancario rispetto alla liquidità del pubblico viene offerta dalla approfondita analisi della « liquidità del pubblico e del sistema creditizio », dal 1948 al 1958, presentata dalla Banca d'Italia, nella Relazione per l'esercizio 1958 (e particolarmente nella Tav. 144 e nella Fig. 44). Infatti, mentre le riserve primarie delle aziende di credito in rapporto all'ammontare dei depositi risultano essere passate, attraverso continue oscillazioni, dal 17,5% nel giugno 1948 al 9,0% nel giugno 1958, per contro le disponibilità complessive del pubblico hanno presentato un continuo crescendo, che viene in evidenza anche nel rapporto tra le disponibilità stesse ed il reddito nazionale lordo, passato nel medesimo periodo di tempo dal 33,0% al 56,2%.

Si può inoltre ritenere se ne stia per aver conferma anche nei dati per il 1959, che si attende vengano resi noti dalla Banca d'Italia nell'imminente sua Relazione su detto anno. Infatti, stando alle cifre di cui si può disporre, viene da presumere che la liquidità del

(7) In relazione a quanto accennato nel testo (sub 4) non si viene ad avere — *ceteris paribus* — alcuna diminuzione di riserve in cifre assolute allorché trattasi di acquisti di B.T.O. effettuati nei diretti confronti del Tesoro. In tal caso il sistema bancario viene a sostituire disponibilità liquide sulla Banca d'Italia con disponibilità liquide sul Tesoro. Mentre quindi potrebbe essere indifferente rispetto alla creazione di depositi bancari in mani del pubblico che le erogazioni dei crediti del sistema bancario siano effettuate mediante « impieghi » nei confronti del settore privato o mediante acquisti di B.T.O., lo stesso non può dirsi rispetto alla posizione di liquidità del sistema bancario, la quale — ripetersi — viene sminuita nel primo caso ma non nel secondo.

sistema bancario stia diminuendo (8). Per contro la liquidità del pubblico, ha continuato a presentare un persistente « crescendo » che si è manifestato (fino al giugno 1959), non solo nelle cifre assolute, ma anche nelle percentuali di aumento, che risultano alquanto superiori all'aumento del reddito nazionale (9).

8. - Resta così confermato che, in relazione soprattutto agli effetti moltiplicativi delle concessioni di credito da parte del sistema

(8) Lo si presume, fra l'altro, in relazione all'inversione di tendenza delinatasi nel rapporto tra impieghi e depositi, fin dal settembre 1959:

	Depositi (1)	Impieghi (2)	Rapporto (3=2:1)
	(miliardi di lire)		(%)
Dicembre 1957	6.496,0	4.882,3	75,2
Giugno 1958	6.793,2	4.834,8	71,2
Dicembre 1958	7.551,7	5.147,6	68,5
Giugno 1959	8.074,9	5.205,8	64,5
Settembre 1959	8.246,0	5.375,9	65,2
Dicembre 1959	8.211,6	5.915,0*	67,0

* Cifra provvisoria.

(9) Lo si desume dal seguente quadro nel quale mancano, rispetto al quadro completo presentato nella tav. 139 della citata Relazione della Banca d'Italia i seguenti elementi non desumibili dalle pubblicazioni periodiche: « Raccolta della Banca d'Italia » (meno i vaglia ed assegni incorporati nella prima colonna), « Conti correnti postali (al netto di quelli interni) », « B.T.O. del pubblico ». E non si è tenuto conto di altri elementi di non facile inquadramento. Comunque il totale delle voci considerate rappresentava, per gli anni dal 1956 al 1958, dal 92% al 94% del totale del quadro completo presentato nella Relazione della Banca d'Italia.

PRINCIPALI VOCI DELLE DISPONIBILITÀ LIQUIDE DEL PUBBLICO

	Biglietti, mon. vaglia e assegni	Depositi az. cred. (*)	Libretti postali	Totale	Variaz. nei 12 mesi	
					cifre ass.	percent.
(miliardi di lire)						
(%)						
31-12-1956	2.065	5.272	189	7.516	—	—
30-6-1957	1.871	5.350	200	7.421	—	—
31-12-1957	2.157	5.815	217	8.189	673	8,9
30-6-1958	1.991	6.035	230	8.256	835	11,2
31-12-1958	2.328	6.689	254	9.271	1.082	13,2
30-6-1959	2.221	7.134	270	9.625	1.369	16,6

(*) esclusi i depositi a risparmio vincolati presso le Casse di risparmio.

bancario, la liquidità del sistema bancario stesso e la liquidità del pubblico sono, quanto al loro andamento, non soltanto cose ben diverse, ma addirittura cose contrapposte l'una all'altra. Comunque — riandando a quel che si è già prospettato (sub 5) — sta di fatto che, attraverso detti effetti moltiplicativi, come del resto anche attraverso la semplice sostituzione di liquidità già create dalla Banca d'Italia e dal Tesoro, le disponibilità liquide del pubblico sono ormai costituite soprattutto, con crescente prevalenza, dai depositi che vengono ad essere creati presso il sistema bancario (10). È perciò ben comprensibile come, mentre la politica congiunturale, imperniata sul regolamento della domanda globale, comporta essenzialmente di regolare in definitiva la provvista di liquidità in mani del pubblico, tuttavia il « governo della liquidità » da parte delle autorità monetarie venga rivolto soprattutto a regolare la liquidità del sistema bancario attraverso il regolamento delle riserve primarie di cui dispone il sistema stesso. In tal modo, peraltro, il governo della liquidità del sistema bancario non costituisce una finalità a se stante e va invece inteso, per così dire, in senso strumentale, quale mezzo per governare la liquidità del pubblico.

Ma, nell'assumere quale elemento determinante della liquidità del pubblico la liquidità del sistema bancario, le autorità monetarie si trovano nella necessità di non perdere di vista la contrapposizione che può aversi nell'andamento dell'una e dell'altra forma di liquidità. Contrapposizione che è necessario tener presente soprattutto nelle fasi di espansione dell'attività economica, durante le quali — come si è visto (sub 6) — il rapporto di liquidità del sistema bancario tende a ridursi di per se stesso, per effetto delle erogazioni dei crediti, mentre la liquidità del pubblico può accrescersi fino all'esaurimento dei margini di liquidità precostituiti presso le aziende di credito. Specialmente allora una diminuzione della liquidità del sistema bancario può implicare un aumento e non già una diminuzione della liquidità del pubblico, sicchè si potrebbe essere indotti in errori di previsione assumendo l'andamento della liquidità del sistema bancario quale « indicatore » dell'andamento della liquidità del pubblico.

(10) Così, mentre nel prospetto intercalato sub 2 si vede che in Italia le disponibilità liquide del pubblico sono aumentate nel 1958 di 1.109 miliardi, la Banca d'Italia ed il Tesoro risultano aver concorso a tale aumento (come indicato in nota sub 3) per soli 207 miliardi. Sicchè la differenza di 902 miliardi rappresenterebbe la liquidità creata per il pubblico dal sistema bancario.

III. Gli strumenti di governo.

1. - A quel che si è ora detto, la liquidità del pubblico, che è quella — ripetesi — di maggior significato economico, agli effetti del regolamento della domanda globale su cui si impernia la politica congiunturale, va governata soprattutto attraverso la liquidità del sistema bancario. Il che comporta essenzialmente di regolare la creazione di liquidità da parte della Banca d'Italia e del Tesoro, ossia di regolare — a quel che si è inizialmente detto — l'indebitamento a breve della Banca d'Italia e del Tesoro, che si riflette direttamente non solo sul sistema bancario, ma anche sul pubblico. Sicchè gli strumenti che servono, in via indiretta, a governare la liquidità del pubblico, attraverso il sistema bancario, servono a governare anche in via diretta la stessa liquidità del pubblico.

Ciò premesso, incominciamo col vedere (dal par. 2 al par. 5) come la Banca d'Italia può regolare l'andamento del proprio indebitamento, che è essenzialmente a breve, dopo di che vedremo separatamente (dal par. 6 al par. 8) come può essere regolato, o meglio come può essere contenuto, l'indebitamento a breve del Tesoro.

Resterà poi da considerare quali strumenti possano influire sulla creazione di liquidità da parte del sistema bancario, frenando (o, all'occorrenza, stimolando) gli effetti moltiplicativi inerenti alle concessioni di crediti da parte del sistema stesso.

2. - Per quel che riguarda la Banca d'Italia è facile desumere dall'ampia documentazione offerta dalle Relazioni annuali gli elementi che danno luogo al suo indebitamento, quali emergono dalle voci dell'attivo che fanno da « contropartita » dell'indebitamento stesso. Trattasi in sostanza di tre elementi, individuabili rispettivamente nei crediti verso il settore privato (« impieghi »), verso il settore estero (finanziamenti dell'oro e delle valute gestite dall'Ufficio Italiano Cambi) e verso il settore pubblico e cioè verso il Tesoro (acquisti di Buoni del Tesoro ed altri titoli anche « per conto del Tesoro », anticipazioni e finanziamento « ammassi »).

Ecco le cifre delle variazioni avutesi per ognuno di questi elementi e per il loro insieme, da un anno rispetto all'altro nel decennio 1949-58, secondo il riepilogo presentato nella Relazione per l'esercizio 1958:

VARIAZIONI IN MILIARDI DI LIRE

	Settore privato	Settore estero	Settore pubblico	Totale
31-12-1949	2	246	- 60	188
31-12-1950	43	7	90	143
31-12-1951	- 11	127	125	241
31-12-1952	24	- 96	304	232
31-12-1953	- 9	- 55	242	178
31-12-1954	- 10	8	216	214
31-12-1955	- 31	44	253	266
31-12-1956	46	68	141	255
31-12-1957	- 38	196	88	246
31-12-1958	- 64	583	- 42	477

Ed ecco le medesime variazioni in cifre percentuali, che fanno meglio vedere quale è stato, anno per anno, il peso dei singoli elementi:

VARIAZIONI IN PERCENTUALI

	Settore privato	Settore estero	Settore pubblico	Totale
31-12-1949	1,1	130,8	- 31,9	100
31-12-1950	30,1	4,9	65,0	100
31-12-1951	- 4,5	52,7	51,8	100
31-12-1952	10,4	- 41,4	131,0	100
31-12-1953	- 5,1	- 30,9	135,9	100
31-12-1954	- 4,6	3,7	100,9	100
31-12-1955	- 11,6	16,5	95,1	100
31-12-1956	18,0	26,7	53,3	100
31-12-1957	- 15,4	79,7	35,7	100
31-12-1958	- 13,4	122,2	- 8,8	100

3. - Viene così in evidenza la scarsa importanza che hanno generalmente avuto, agli effetti della creazione di liquidità, gli « impieghi » della Banca d'Italia per il settore privato, costituiti prevalentemente dalle anticipazioni su titoli accordate alle aziende di credito. Queste, infatti, sono per lo più riluttanti a ricorrere al risconto del loro portafoglio, eccezion fatta per il portafoglio degli « ammassi », il cui finanziamento rientra — come si è avvertito — fra le operazioni per conto del Tesoro.

Viene altresì in evidenza come le variazioni inerenti al settore estero finiscano, in generale, con l'essere contrapposte a quelle inerenti al Tesoro. Il che è emerso specialmente nell'anno 1958, durante il quale l'eccedenza attiva della bilancia dei pagamenti ed i correlativi acquisti di oro e di valute effettuati dall'Ufficio Italiano Cambi, con mezzi forniti dalla Banca d'Italia, sono stati il « principale motore » della liquidità, in quanto si sono tradotti in una crescente creazione di mezzi liquidi, affluiti sia alle aziende di credito sia ai privati (come precisato in nota, sub II, 3). Il che ha appunto consentito al Tesoro di fronteggiare il proprio « fabbisogno complessivo » facendo maggior ricorso alle aziende di credito ed ai privati piuttosto che alla Banca d'Italia.

4. - Così stando le cose viene da domandarsi anzitutto se, quanto a creazione di liquidità, vista nel suo volume complessivo, le autorità monetarie possano influire su tutti e tre i settori ora considerati, attraverso il classico strumento delle variazioni del tasso di sconto.

La risposta non può che essere negativa per quel che riguarda il settore privato, dato anche che le variazioni degli « impieghi » nei confronti del settore stesso hanno sul totale un peso pressochè irrilevante. E la risposta non può che essere negativa anche per quel che riguarda il Tesoro, dato che l'andamento dei suoi ricorsi al credito della Banca d'Italia è pressochè indipendente dal livello del tasso di sconto.

Le variazioni del tasso di sconto potrebbero invece influire sul settore estero, attirando, ad esempio, mediante aumenti del tasso disponibilità bancarie estere, che potrebbero far accrescere l'eccedenza attiva della bilancia dei pagamenti e, di riflesso, la creazione di liquidità da parte della Banca d'Italia. Invero ad una siffatta influenza andrebbe attribuito un carattere « perverso » agli effetti della politica anticongiunturale, in quanto gli aumenti del tasso, anzichè dar luogo ad uno smorzamento della congiuntura, come normalmente ci si attende avuto specialmente riguardo ai suoi effetti sulla domanda di finanziamenti, finirebbero invece col dar luogo, prima o poi, ad un rinvigimento della domanda globale di beni e di servizi quale riflesso dell'accresciuta liquidità. In Italia comunque gli effetti dell'afflusso di disponibilità bancarie estere sono in gran parte neutralizzate quanto a creazione di liquidità da parte della Banca d'Italia. Infatti il 50% delle disponibilità bancarie estere espresse in lire italiane viene obbligatoriamente accantonato dalle aziende di credito in

appositi conti infruttiferi (« conti M ») presso la Banca d'Italia. Mentre le disponibilità in valuta vengono gestite in via autonoma dalle banche agenti, senza dar adito, attraverso cessione all'Ufficio Italiano Cambi, alla creazione di liquidità da parte della Banca d'Italia. L'influenza degli afflussi di disponibilità bancarie estere sulla liquidità del sistema bancario e del pubblico può perciò essere avvertita solo in via indiretta, facendosi sentire più che altro sia attraverso i saldi attivi delle banche agenti presso i corrispondenti esteri, sia attraverso i crediti in valuta che le banche stesse concedono alla loro clientela, specialmente per il pagamento delle importazioni.

5. - Appare così piuttosto irrilevante l'influenza che può essere attribuita al classico strumento delle variazioni del tasso di sconto, quanto alla creazione di liquidità da parte della Banca d'Italia. E resta allora da vedere di quali altri strumenti possono disporre le autorità monetarie, avuto ancora riguardo all'indebitamento a breve della Banca d'Italia.

Indubbiamente, per quel che riguarda il settore privato, le autorità monetarie, come messo in evidenza dal Governatore della Banca d'Italia in una conferenza tenuta a Zurigo nel 1956 (11), possono avvalersi della « facoltà che la banca centrale ha di concedere o negare alle banche commerciali il risconto di portafoglio o le anticipazioni su titoli ». E, per quel che riguarda il settore estero, possono avvalersi della facoltà « di concedere o negare alle banche stesse finanziamenti in valuta attraverso l'Ufficio Italiano Cambi, che a sua volta si finanzia presso la Banca Centrale » e possono anche « invitare le banche ad utilizzare talora ampiamente, talora scarsamente, linee di credito loro concesse dalle banche estere corrispondenti » (12).

Trattasi certo di strumenti non privi di efficacia nei periodi di normale sviluppo della liquidità. Resta però da valutare quale possa essere la loro potenzialità nei periodi di eccezionale espansione della liquidità dovuta ad una cospicua e persistente eccedenza attiva della bilancia dei pagamenti, quale quella verificatasi nell'anno 1958, durante il quale la eccedenza di 850 milioni di dollari ha dato luogo alla creazione di mezzi monetari da parte della Banca d'Italia per

(11) Pubblicata nel fascicolo di gennaio 1956 di « Bancaria » e riprodotta in inglese nel fascicolo di gennaio-giugno 1956 della « Quarterly Review » della Banca Nazionale del Lavoro.

(12) In questo senso entra in gioco anche la sterilizzazione delle disponibilità estere in lire italiane attraverso i « conti M », cui si è già accennato nel testo.

583 miliardi di lire (13). In siffatti periodi di così accentuata espansione della liquidità si rende maggiormente sentita la necessità di integrare gli anzidetti strumenti a prevalente carattere monetario, necessità che è del resto incombente anche nei periodi di normale espansione. E viene allora naturale fare assegnamento sulla già accennata contrapposizione tra le variazioni inerenti al settore estero e le variazioni inerenti al Tesoro: ridurre, cioè nei periodi di eccedenza attiva della bilancia dei pagamenti, gli interventi dell'istituto di emissione nel finanziamento delle occorrenze del Tesoro o addirittura (come si è verificato nell'anno 1949 e nell'anno 1958) invertire il segno delle operazioni col Tesoro. E cioè, in sostanza, far sì che, per quanto possibile, le occorrenze del Tesoro non siano fronteggiate con nuovo indebitamento a breve del Tesoro stesso verso la Banca d'Italia o che addirittura l'indebitamento preesistente venga decurtato.

6. - Senonchè il contenimento della liquidità che può essere realizzato attraverso il minore indebitamento a breve del Tesoro con la Banca d'Italia verrebbe ad essere sminuito se — come non di rado accade — quel minore indebitamento si risolvesse o comunque si accompagnasse ad un maggiore indebitamento del Tesoro stesso verso il sistema bancario e verso il pubblico. Non basta, cioè, considerare separatamente — come fin qui abbiamo deliberatamente fatto — la creazione di liquidità da parte della Banca d'Italia: occorre anche considerare la creazione di liquidità da parte del Tesoro attraverso il suo indebitamento al di fuori della Banca d'Italia.

Appunto questa creazione di liquidità da parte del Tesoro può avvenire in sostituzione della creazione di liquidità da parte della Banca d'Italia, in quanto — come si è già accennato (sub 3) — la possibilità per il Tesoro di far maggior ricorso alle aziende di credito ed ai privati, mediante emissione di propri Buoni, dà modo di ridurre i ricorsi alla Banca d'Italia occorrenti a coprire il « fabbisogno di cassa ». Per altro non è solo la copertura del fabbisogno quel che determina in Italia il volume dei Buoni del Tesoro in circolazione, dato che la emissione di essi è sempre aperta alle aziende di credito ed ai privati, che possono farne richiesta di propria iniziativa a seconda della loro convenienza di detenere Buoni del Tesoro com-

(13) Nel corso del 1959 si è avuta una eccedenza attiva della bilancia dei pagamenti di 764 milioni di dollari (cifra questa che, peraltro, è al netto dell'accreditamento in lire effettuato in favore del F.M.I. per un controvalore di 202,5 milioni di dollari). La creazione di nuovi mezzi monetari a fronte di detta eccedenza attiva è stata nel 1959 di 569 miliardi di lire.

parativamente alla detenzione di altri mezzi liquidi. In tal caso il ricavo della emissione dei Buoni viene ad affluire nei conti del Tesoro con la Banca d'Italia diminuendone il complessivo saldo debitore: la diminuita creazione di liquidità da parte della Banca d'Italia non è allora altro che il contrapposto della accresciuta creazione di liquidità da parte del Tesoro.

7. - Sotto questo aspetto il guardare, agli effetti della politica monetaria, l'offerta complessiva di mezzi liquidi (come si tende a fare oggi) e non soltanto l'offerta di mezzi di pagamento conduce ad attribuire minore importanza alla sostituzione dell'indebitamento della Banca d'Italia con l'indebitamento del Tesoro, in quanto si viene ad assumere che, sia con l'uno sia con l'altro tipo di indebitamento, finisca sempre col variare nello stesso senso la liquidità del sistema bancario e la liquidità del pubblico. Ed è per questo che (secondo la accennata tendenza) si viene a considerare confacente dare maggior rilievo alla condotta della Tesoreria, quale creatrice di liquidità attraverso la gestione dei propri debiti.

Ciò non toglie per altro che, per quanto riguarda il processo di formazione del reddito ed altri aspetti dell'attività economica, abbia un ben diverso significato il fatto che la liquidità sia creata dalla Banca d'Italia oppure dal Tesoro. Occorre pur sempre, cioè, considerare su un diverso piano la provvista di moneta rispetto alla provvista di quasi-moneta ossia le disponibilità di liquidità primarie rispetto alle disponibilità di liquidità secondarie. Ciò non si avverte gran che in Italia da parte delle aziende di credito, in quanto è lasciato a discrezione di ciascuna di esse il soddisfare gli obblighi di copertura dei depositi mediante « contante » o mediante « titoli di Stato ». Ma la diversità è più o meno avvertita dalle banche stesse per quel che riguarda le riserve non vincolate ed è comunque avvertita da parte dei privati. E per questo le cosiddette « operazioni di mercato aperto », con le quali in sostanza si sostituisce moneta a quasi-moneta (o viceversa) possono tuttora essere comprese fra gli strumenti di cui ci si può servire per il governo della liquidità. Infatti anche se, attraverso di esse, non cambia il volume complessivo dei mezzi liquidi, cambia la composizione dell'insieme di essi: pur senza un cambiamento di « quantità » si ha un cambiamento di « qualità » tutt'altro che insignificante agli effetti economici. Ben a ragione perciò le autorità monetarie italiane finiscono in realtà, nonostante ogni contraria apparenza, con l'avvalersi di siffatte ope-

razioni di mercato aperto, sia pure con modalità diverse da quelle invalse in altri paesi. Così, infatti, possono fra l'altro essere considerate operazioni di mercato aperto gli « impieghi in titoli per conto del Tesoro », attraverso i quali viene impiegata, a discrezione delle autorità monetarie, una parte più o meno cospicua del « contante » depositato dalle aziende di credito a copertura dei depositi (14).

8. - Naturalmente operazioni siffatte non possono avere gran gioco nel governo della liquidità, specialmente se trattasi di assorbire liquidità già in atto, dato che fra l'altro occorrerebbe a questi effetti una adeguata disponibilità di titoli che non sempre può essere preconstituita, nonché una appropriata elasticità di collocamento sul mercato monetario e, al caso, anche sul mercato finanziario.

La via maestra per il governo della liquidità, tanto più se trattasi dell'assorbimento di liquidità create a fronte di persistenti eccedenze attive della bilancia dei pagamenti, resta pur sempre quella del consolidamento dell'indebitamento del Tesoro, indebitamento che, fin quando vien mantenuto a breve, costituisce una sorgente di liquidità sia per il sistema bancario sia per il pubblico. Ed è questo lo strumento cui, da oltre un decennio, si è fatto largo ricorso in Italia da parte delle autorità monetarie. Lo ha fatto presente il Governatore della Banca d'Italia nella conferenza sopra ricordata. « L'uso degli strumenti ora accennati — diceva egli — è stato integrato, dal 1950 ad oggi, dalla emissione fatta nei primi mesi di ogni anno di Buoni del Tesoro novennali per assorbire, mediante l'azione di collocamento svolta dalle aziende di credito, quell'eccesso di liquidità che specialmente sul finire dell'anno si determina nel Paese ». E per questa stessa via, oltre agli « eccessi » a carattere stagionale, si è cercato di assorbire la sovrabbondante liquidità di eccezionale ampiezza creatasi in Italia, a cominciare dal 1958, mediante l'emissione del prestito di 300 miliardi di Buoni del Tesoro settennali nell'agosto 1959 e del prestito di 250 miliardi di Buoni del Tesoro novennali nel febbraio di quest'anno (15).

(14) Gli « impieghi » siffatti hanno per lo più rappresentato una quota tutt'altro che trascurabile dei crediti della banca d'Italia verso il Tesoro: al 31 dicembre 1958 su un totale di 1.804 miliardi (compresi gli « ammassi ») si avevano 325 miliardi di « impieghi in titoli per conto del Tesoro ». Notevoli altresì le variazioni che presenta tale voce di per se stessa: da un massimo di 355 miliardi a fine dicembre 1955 si è passati a 128 miliardi a fine dicembre 1959.

(15) Quest'ultimo prestito, invero, è servito in buona parte (e precisamente per 116 miliardi) al rinnovo di altrettanti Buoni novennali in scadenza e non all'assorbimento di « denaro fresco ».

È ovvio, peraltro, che l'assorbimento della liquidità, attraverso il consolidamento dei debiti a breve della Tesoreria, può essere definitivo solo in quanto il « fabbisogno complessivo » del Tesoro risulti contenuto in misura tale da poter essere fronteggiato con indebitamento a medio od a lungo termine, e cioè col ricorso al mercato finanziario, anzichè con continue nuove emissioni di Buoni del Tesoro ordinari, tali da lasciare invariato o addirittura tali da accrescere l'ammontare complessivo dei Buoni in mani del sistema bancario e del pubblico. E non è da nascondersi che siffatte condizioni difficilmente si realizzano nei periodi di espansione della liquidità, durante i quali la facilità di collocamento dei Buoni del Tesoro ordinari può indurre a largheggiare nelle spese di bilancio, sia pure per investimenti produttivi, portando il « fabbisogno complessivo » del Tesoro al di là di quanto viene effettivamente collocato sul mercato finanziario (16). Ciò non comporta necessariamente di arrivare ad ogni costo al pareggio del bilancio, ma di contenere decisamente il disavanzo, specialmente nei periodi di espansione, in modo da lasciare maggiori margini di manovra alla politica della Tesoreria, anche agli effetti del governo della liquidità. Il qual governo rientra ormai fra le responsabilità che il Tesoro è chiamato a fronteggiare nella gestione del suo indebitamento, responsabilità che si sono man mano rese più avvertite in relazione anche ai nuovi orientamenti della politica monetaria, accennati nella premessa.

9. - Tutto considerato, quindi, non mancano strumenti attraverso i quali le autorità monetarie possono far variare l'indebitamento a breve della Banca d'Italia e del Tesoro, influenzando così direttamente tanto sulla liquidità del sistema bancario, quanto sulla liquidità del pubblico.

In definitiva — come si è inizialmente chiarito — quel che interessa è governare la liquidità del pubblico. E, sotto questo aspetto, non è indifferente in che proporzioni le liquidità create dalla Banca d'Italia e dal Tesoro si ripartiscono tra sistema bancario e pubblico. Sappiamo, infatti, che le disponibilità che affluiscono al sistema

(16) In Italia, invero, le emissioni dei Buoni del Tesoro poliennali ricordate sopra, sono servite ad arrestare ed anzi a far diminuire la circolazione dei Buoni del Tesoro ordinari. Infatti, dopo il crescendo verificatosi dall'inizio del 1950 (con 1.243 miliardi) fino al marzo del 1959 (con 1.759 miliardi), si è bensì toccato il massimo di 1.792 miliardi nel luglio 1959, ma dopo di allora si è avuto un sia pur lento declino, chiudendosi l'anno 1959 con 1.770 miliardi.

bancario danno luogo, da parte del sistema stesso, ad ulteriore creazione di liquidità in mani del pubblico con gli effetti « moltiplicativi » su cui ci siamo a lungo soffermati (sub II, 4). Effetti moltiplicativi che non si verificano invece per le disponibilità che affluiscono direttamente al pubblico. In altri termini, l'afflusso di disponibilità liquide al sistema bancario allarga la base su cui si innalzano le concessioni di credito da parte del sistema bancario con i loro effetti moltiplicativi sulla liquidità del pubblico. Sicchè un contenimento di quella base può servire a contenere la moltiplicazione della liquidità. E anche in questo senso le autorità monetarie possono influire, specialmente in occasione delle operazioni di consolidamento dei debiti del Tesoro: non è indifferente, cioè, che l'azione di collocamento svolta dalle banche si risolva o meno in un riassorbimento della liquidità a disposizione delle banche stesse piuttostochè delle disponibilità in mani del pubblico.

10. - Peraltro, le autorità monetarie possono adoperarsi non solo per contenere la base degli effetti moltiplicativi, ma anche per contenere, per così dire, l'altezza degli effetti stessi. Possono, cioè, far sì che le banche non innalzino le proprie concessioni di credito fino ai limiti potenziali inerenti all'insieme di mezzi liquidi di cui dispongono.

In questo senso si trova un cenno nella già tante volte ricordata conferenza del Governatore della Banca d'Italia, il quale ha messo in evidenza la possibilità di esercitare « con minore o maggiore larghezza la facoltà che ha la Banca centrale di autorizzare le banche commerciali a concedere crediti quando essi superino un prestabilito rapporto col capitale azionario e le riserve di ciascuna ». Ma, naturalmente, potrebbero avere ben maggiore efficacia, riguardo all'altezza degli effetti moltiplicativi, le variazioni delle percentuali delle riserve bancarie obbligatorie. Infatti un aumento di dette percentuali, tanto se le riserve vengono costituite in contante quanto se costituite in titoli, comporta in sostanza il blocco di una parte dei mezzi liquidi a disposizione del sistema bancario, che assumono il carattere di riserve secondarie, non potendo essere imputate fra le disponibilità di immediato utilizzo, cui guarda ogni azienda (in rapporto ai depositi), nel regolare quale « stella polare » — come si è detto (sub II, 6) — l'andamento delle proprie concessioni di credito. E lo stesso ovviamente avviene, in senso inverso, per la diminuzione delle percentuali.

È questo, invero, lo strumento cui si ricorre in parecchi paesi per governare la creazione di liquidità da parte del sistema bancario. In Italia, peraltro, non si è finora presentata l'opportunità di far ricorso ad esso. E non è da nascondersi che un aumento delle percentuali, nelle fasi di espansione creditizia — nelle quali si ha generalmente, a fronte di un aumento della liquidità del pubblico, una riduzione del rapporto di liquidità del sistema bancario —, può comportare una « stretta » piuttosto drastica per le aziende che non abbiano precostituiti, fra le riserve primarie, adeguati margini di disponibilità in contante o in titoli (17). È perciò comprensibile come gli aumenti delle riserve obbligatorie, da parte dei paesi che vi fanno ricorso, vengano rivolti piuttosto a contenere la creazione di nuovi mezzi liquidi, che non a riassorbire i mezzi liquidi già creati dal sistema bancario. Sicché in ultima analisi non sembra neppure questo lo strumento su cui si possa fare pieno assegnamento nella eventualità di eccezionali aumenti della liquidità del pubblico, dovuti a cospicue e persistenti eccedenze attive della bilancia dei pagamenti.

IV. Conclusioni.

1. - A fronte della maggiore complessità che presenta il « governo della liquidità » rispetto al puro e semplice « governo della moneta », le autorità monetarie dispongono ormai di una vasta gamma di strumenti che possono far sentire la loro influenza, con diversa efficacia, sui diversi aspetti della liquidità.

Nelle grandi linee l'esame dettagliato di siffatti strumenti lascia intravedere essere più facile contenere che non riassorbire la liquidità che viene creata per le eccedenze attive della bilancia dei pagamenti, liquidità che, attraverso l'istituto di emissione finisce col pervadere il sistema bancario, riflettendosi sulla liquidità del pubblico con effetti moltiplicativi, che possono divenire sempre più marcati man mano che la liquidità stessa finisce col ravvivare la congiuntura, dando adito ad una crescente espansione creditizia. In tali circostanze mentre ogni eccesso di liquidità del sistema bancario può gradualmente ridursi, fino a scomparire del tutto, anche senza interventi delle autorità monetarie, si può per contro manifestare una persi-

(17) Ad evitare strette siffatte le percentuali obbligatorie di copertura sono state introdotte in Italia, nel 1947 per le banche e nel 1958 per le casse di risparmio, con appropriate cautele tali da evitare che gli effetti moltiplicativi potessero giocare nel senso di una contrazione dei crediti già concessi.

stente sovrabbondanza di liquidità del pubblico. Sovrabbondanza che va intesa avuto riguardo al già accennato rapporto tra liquidità totale e reddito nazionale. Infatti, così come dal punto di vista aziendale le banche guardano soprattutto al rapporto tra riserve primarie e depositi, così pure dal punto di vista nazionale occorre guardare soprattutto al rapporto tra liquidità totale e reddito nazionale e non soltanto alla consistenza delle disponibilità in cifre assolute.

2. - L'aumento di detto rapporto, anche se cospicuo (come è da presumere sia avvenuto in Italia nel corso del 1959), va peraltro messo in relazione alla generale tendenza, delineatasi non solo in Italia, ad una crescente detenzione di mezzi liquidi da parte del pubblico, quale manifestazione inversa di una diminuita velocità di impiego dei mezzi liquidi stessi. Sicché l'aumento del rapporto non sta a significare, di per se stesso, che si abbia una sovrabbondanza di liquidità dello stesso ordine di grandezza. Non è da escludere tuttavia che il ravvivamento della congiuntura possa far aumentare detta velocità d'impiego, dato che fra l'altro gli imprenditori possono essere indotti ad utilizzare allora le giacenze precostituite nella fase di recessione.

In tal caso si può non avere una maggiore domanda di mezzi liquidi da detenere, tale da assorbire la sovrabbondante liquidità, contenendone gli effetti sui diversi aspetti dell'attività economica e, fra l'altro, sul livello dei prezzi e delle remunerazioni. E potrebbero allora accentuarsi i rischi sempre latenti nelle economie di mercato a base creditizia: il rischio, cioè, di alimentare tendenze inflazionistiche, nonché quello di alimentare tendenze ad immobilizzi degli impieghi del sistema bancario. Nel qual caso naturalmente le autorità monetarie non esiterebbero ad impiegare, anche in modo drastico, gli strumenti di cui dispongono per evitare che le accennate tendenze possano prevalere, come espressamente ammonito dal Governatore della Banca d'Italia nelle « Considerazioni finali » sulla Relazione per l'esercizio 1958.

3. - Per altro, i più recenti sviluppi della situazione in Italia, per quanto riguarda il ritmo di formazione del reddito, avuto specialmente riguardo alla vivace ripresa degli investimenti, lasciano presumere che, secondo le aspettative formulate dal Governatore della Banca d'Italia nelle anzidette « Considerazioni finali », « la

politica di conservare al mercato una larga liquidità, ... anche se tale conservazione non era ... scevra da rischi » sia stata « propizia allo sviluppo di una fase più impegnativa nel campo degli investimenti », dato che « una larga liquidità » può essere « capace di favorire, col volume delle disponibilità e con la discesa del costo del denaro, lo sviluppo degli investimenti ».

In altri termini la sovrabbondante liquidità, vista nella sua nominale espressione monetaria, starebbe per essere riassorbita « fisiologicamente » attraverso l'espansione del reddito visto nella sua reale concretezza. Sarebbe questa espansione del reddito reale a far ridurre il rapporto di liquidità del pubblico, se ed in quanto, ben inteso, l'aumento del reddito reale (al denominatore) riesca in definitiva a sopravanzare l'aumento della liquidità (al numeratore).

Non è questa, comunque, l'unica via per un « fisiologico » assorbimento della liquidità. Resta sempre aperta, a fianco ad essa, sia pure su un diverso piano, la via dell'espansione all'estero: l'opportunità, cioè, di lasciar rifluire all'estero, sia pure per trasferimenti di capitali, le disponibilità di divise che possano presumersi sovrabbondanti, anche tenuto conto dei maggiori acquisti che, sia pure a lungo andare, può occorrere effettuare all'estero a sostegno del rafforzamento della nostra attrezzatura produttiva. Ciò può rispondere non solo a ben fondati moventi di solidarietà internazionale, ma anche alla necessità di evitare che il persistere di una sovrabbondante liquidità, al di là delle esigenze interne, possa dar adito, in relazione agli accennati rischi, a movimenti speculativi, specialmente nei mercati finanziari. In questo senso, per chi si diletta di schemi teorici, vien da constatare come, nonostante tante diversità di forma, siano ancora oggi sostanzialmente validi, per il « governo della liquidità », i classici dettami del « governo della moneta ». Resta, cioè, ancor oggi valido quel che D. Hume scriveva, oltre due secoli or sono, nel mettere in luce dover « essere sempre il denaro » (visto nei suoi passaggi da un paese all'altro) « giustamente proporzionato all'arte ed all'industria di ciascuna nazione » (18).

AMEDEO GAMBINO

(18) Nel saggio *Of the Balance of Trade*, a p. 83 dell'ediz. 1752 dei « *Political Discourses* » (citato secondo la traduz. del Dandolo, p. 88).