

## L'influenza del comportamento del pubblico sulla creazione di liquidità (\*)

1. - Non sempre riesce a tutti chiaro chi crea la liquidità dell'economia, intesa quale liquidità del « pubblico » e cioè di tutti gli operatori (privati e pubblici) che stanno a fronte del sistema creditizio e del Tesoro. O, per meglio dire, mentre è facile rendersi conto che i mezzi liquidi in mani del pubblico non possono essere creati all'infuori del sistema creditizio e del Tesoro, in quanto il sistema creditizio ed il Tesoro rispondono di quei mezzi, quali debitori nei confronti del pubblico, non è altrettanto facile rendersi conto in che modo e con qual peso il comportamento del pubblico possa influire sull'ammontare dei mezzi liquidi in esistenza.

A questi effetti può ben dirsi — come frequentemente si dice — che le autorità monetarie nel dar adito ad aumenti dei mezzi liquidi mirano a soddisfare le esigenze di liquidità del pubblico, il quale farebbe così sentire, in via indiretta, la sua influenza sulla creazione di liquidità. Viene tuttavia da domandarsi se siffatta influenza del pubblico si faccia sentire soltanto in via indiretta, attraverso le valutazioni di quelle esigenze da parte delle autorità monetarie, oppure si faccia sentire anche in via diretta ed autonoma. In altri termini vien da domandarsi se l'influenza del pubblico possa anche esplicarsi indipendentemente o addirittura in contrapposto all'influenza del sistema creditizio e del Tesoro, tanto da far considerare il pubblico quale « fattore » autonomo agli effetti della determinazione dell'ammontare dei mezzi liquidi in esistenza.

2. - Per rispondere a questa domanda — come ci proponiamo di fare in questo scritto — conviene richiamare alcune nozioni elemen-

---

(\*) Questo articolo sarà pubblicato anche nella raccolta degli scritti in onore del Professor Papi, a cura dell'Istituto di Economia e Finanza della Facoltà Giuridica di Roma.

tari che, pur essendo piuttosto ovvie, non sempre vengono tenute presenti.

Occorre richiamare, in primo luogo, la distinzione tra la liquidità nominale, quale risulta esprimendo il volume complessivo dei mezzi liquidi in esistenza in base ai prezzi correnti e la liquidità reale, quale risulta valutando detto volume in base a prezzi costanti. La differenza, come è ovvio, consiste nel prescindere o meno dalle variazioni del metro monetario, variazioni di cui si viene appunto a prescindere nel computo della liquidità nominale, ma non nel computo della liquidità reale. Allora, dato che, nell'epoca in cui oggi viviamo, gli operatori possono ormai essere considerati pressochè del tutto immuni da « illusione monetaria » (1), occorre riferirsi non solo alla liquidità nominale, ma anche ed anzi soprattutto alla liquidità reale, nel considerare gli effetti della liquidità sui vari aspetti dell'attività economica. In altri termini l'ammontare dei mezzi liquidi in esistenza va visto non solo nel suo volume nominale, ma anche ed anzi soprattutto nel suo valore e cioè nella sua reale consistenza.

Vien da richiamare, in secondo luogo, la distinzione tra la liquidità del sistema creditizio (o, in particolare, del sistema bancario) e la liquidità dell'economia (o del sistema economico), intesa — ripetesi — quale liquidità del pubblico. È allora da considerare che, agli effetti dell'andamento della domanda globale, quel che conta è la liquidità del pubblico, piuttostochè la liquidità del sistema creditizio. Infatti le variazioni di questa hanno, per così dire, importanza strumentale, in quanto concorrono a determinare le variazioni della liquidità del pubblico. E, sotto questo aspetto, si può avere una contrapposizione tra la liquidità del sistema creditizio e la liquidità del pubblico, ogni qualvolta gli aumenti della liquidità, nell'uno o nell'altro senso, non siano determinati da apporti di liquidità dall'estero, per saldi attivi della bilancia dei pagamenti. In tal caso, infatti, gli aumenti di liquidità del pubblico, in quanto determinati da accresciute concessioni di credito da parte del sistema creditizio, non possono non comportare una riduzione della liquidità del sistema stesso (2).

(1) Come definita dal PATINKIN, in *Money, Interest and Prices*, 1956, pp. 23-24.

(2) La riduzione si può manifestare in cifre assolute e cioè nell'ammontare delle riserve monetarie del sistema creditizio. Essa, peraltro, può manifestarsi e per lo più si manifesta nel

Restano da richiamare, in terzo luogo, le innovazioni avutesi nella composizione della liquidità del pubblico. E precisamente è da tener presente che la creazione di liquidità da parte del Tesoro, mediante l'emissione di propri titoli a breve termine, ha finito con l'essere destinata soprattutto ad alimentare la liquidità del sistema creditizio (e particolarmente la liquidità del sistema bancario), piuttostochè la liquidità del pubblico. Questa ormai è composta in larga prevalenza da crediti a breve termine nei confronti del sistema creditizio, sia con impronta monetaria, quali moneta vera e propria (legale o bancaria), sia senza impronta monetaria, quali quasi-moneta. Viene così a corrispondere ad una quota parte, generalmente assai notevole, delle attività finanziarie in mani del pubblico (3).

3. - Il problema della influenza del pubblico sulla creazione di liquidità può allora essere riportato nel più ampio quadro della creazione di attività finanziarie nei confronti del sistema creditizio. E per facilitarne la soluzione conviene allora ricorrere ad una schematizzazione, estremamente semplificata, del bilancio d'insieme del sistema creditizio, come se istituto ed emissione, sistema bancario e istituti finanziari formassero un tutt'uno. Questo del resto avveniva in passato allorché non si aveva ancora una netta differenziazione tra istituti di emissione e banche ordinarie, da un canto, e tra banche ordinarie e istituti finanziari, d'altro canto. E ai tempi d'oggi si fa frequente ricorso nelle statistiche finanziarie, e specialmente nelle rilevazioni dei « flussi dei fondi », alla aggregazione dei bilanci delle « imprese finanziarie », considerando appunto il sistema creditizio come un tutt'uno.

Al bilancio del sistema creditizio, così schematizzato, andrebbero contrapposti i bilanci di tutti gli altri settori. Per semplicità di

rapporto tra le riserve monetarie e gli impegni, anche senza diminuzione delle riserve (al numeratore), per il fatto stesso dell'aumento degli impegni (al denominatore).

(3) Nelle attività finanziarie, intese in senso lato, possono essere compresi tutti i crediti in essere di ciascun settore (o di ciascun individuo) nei confronti di tutti gli altri e non soltanto i crediti del pubblico nei confronti del sistema creditizio, cui per lo più ci si riferisce, intendendo allora le attività finanziarie in stretto senso. Secondo le cifre da me riportate in uno scritto *Sugli accertamenti dei flussi di risparmio* (in questa Rivista, n. 61, marzo 1963) le attività finanziarie in mani del pubblico (« famiglie » e « imprese non finanziarie ») erano aumentate nel 1959 di 2.195,8 miliardi di lire nei confronti di tutti gli altri settori, mentre nei confronti del solo sistema creditizio erano aumentate di 1.976,9 miliardi, di cui 1.770,6 in forma liquida (per banconote e depositi).

trattazione ci limitiamo ad esporre, con analogha schematizzazione, i bilanci del settore famiglie e del settore imprese (non finanziarie), prescindendo da quelli della « pubblica amministrazione » e del « resto del mondo ».

Gli schemi sono raccolti nel prospetto di pag. 485; le cifre in essi esposte stanno a rappresentare non già i dati di situazione ad una data epoca, ma bensì i dati di movimento nel corso di un qualsiasi periodo di tempo (quali, ad esempio, le variazioni nel corso di un anno).

4. - Il primo di questi schemi consente di mettere in luce l'influenza del sistema creditizio sulla creazione delle attività finanziarie, viste — beninteso — nel loro aspetto nominale. Consente, cioè, di asseverare che le concessioni di credito da parte del sistema creditizio influiscono sul volume delle attività finanziarie.

Data, infatti, la necessità di quadratura del bilancio di ciascun soggetto economico e quindi dell'insieme del sistema creditizio, ogni aumento dei crediti concessi alle famiglie ed alle imprese tenderebbe a risolversi in un aumento dei debiti assunti, nei confronti delle famiglie e delle imprese, per banconote emesse o per depositi raccolti o per obbligazioni rilasciate. Ed anzi, semprechè non si abbiano variazioni nelle altre poste del bilancio e specialmente nelle « riserve monetarie », le variazioni nell'insieme dei crediti non potrebbero non risolversi in una corrispondente variazione dell'insieme dei debiti. Si dovrebbe avere, cioè, uno stretto parallelismo tra « impieghi » e « raccolta », tanto da lasciar presumere che il sistema creditizio, spingendo la raccolta attraverso l'espansione degli impieghi, possa non solo influire, ma anche determinare a propria discrezione il volume delle attività finanziarie.

Senonchè le riserve monetarie dell'insieme del sistema creditizio (così come, del resto, di ciascuna delle sue parti) sono per lor natura soggette, a seconda delle circostanze, a variazioni più o meno ampie, le quali vengono di riflesso a delimitare, più o meno, la discrezionalità del sistema creditizio. Queste variazioni, infatti, piuttosto che essere soggette ad una diretta influenza del sistema creditizio, sono soggette ad una diretta influenza del pubblico, visto specialmente nella sua veste di creditore del sistema creditizio. E appunto in tale veste il pubblico — come vedremo — fa sentire la propria influenza

## SISTEMA CREDITIZIO

<i>Attivo</i>	<i>Passivo</i>
Riserva monetaria . . . . . + 4	Disponibilità patrimoniali . . . . . —
Crediti:	Debiti:
— alle famiglie . . . . . + 1	— in banconote . . . . . + 5,-
— a imprese . . . . . + 10	— in depositi monetari . . . . . + 2,5
	— in depositi non monetari . . . . . + 2,5
	— in obbligazioni . . . . . + 5,-
Attività complessive . . . . . + 15	Disponibilità complessive . . . . . + 15

## SETTORE FAMIGLIE

<i>Attivo</i>	<i>Passivo</i>
Investimenti in beni reali . . . . . + 3	Disponibilità patrimoniali . . . . . + 12
Impieghi in attività finanziarie:	Debiti nei confronti:
— in banconote . . . . . + 3	— del sistema creditizio . . . . . + 1
— in depositi monetari . . . . . + 1	— delle imprese . . . . . + 2
— in depositi non monetari . . . . . + 2	
— in obbligazioni del sistema creditizio . . . . . + 3	
— in obbligazioni del settore imprese . . . . . + 3	
Attività complessive . . . . . + 15	Disponibilità complessive . . . . . + 15

## SETTORE IMPRESE

<i>Attivo</i>	<i>Passivo</i>
Investimenti in beni reali . . . . . + 18	Disponibilità patrimoniali . . . . . + 13
Impieghi in attività finanziarie:	Debiti nei confronti:
— in banconote . . . . . + 2,-	— del sistema creditizio . . . . . + 10
— in depositi monetari . . . . . + 1,5	— delle famiglie . . . . . + 3
— in depositi non monetari . . . . . + 0,5	
— in obbligazioni del sistema creditizio . . . . . + 2,-	
— in obbligazioni del settore famiglie . . . . . + 2,-	
Attività complessive . . . . . + 26	Disponibilità complessive . . . . . + 26

N.B. - A fronte di una variazione complessiva delle disponibilità patrimoniali di 25 unità (= 12 + 13), si ha una variazione complessiva degli investimenti reali di 21 unità (= 3 + 18) in quanto la differenza emerge nelle variazioni della riserva monetaria di 4 unità.

non solo sul volume nominale, ma anche sulla consistenza reale delle attività finanziarie.

5. — Per rendersi conto della validità di questa nostra tesi occorre guardare a fronte del primo schema, riguardante il sistema creditizio, gli schemi successivi riguardanti le famiglie e le imprese.

Si vede allora come le variazioni della raccolta del sistema creditizio, quali debiti iscritti al passivo del bilancio del sistema stesso, debbano riflettersi in identiche variazioni dell'attivo del pubblico, ripartendosi nei bilanci delle famiglie e delle imprese, quali impieghi delle attività finanziarie del pubblico stesso. Ma ciò comporta che queste attività finanziarie trovino posto in quei bilanci. Può dirsi allora, per l'insieme delle attività finanziarie, quel che si dice per le banconote « in circolazione », che costituiscono una delle principali componenti delle attività stesse. Esse, cioè, « non possono restare sospese nel vuoto come la tomba di Maometto » (4) o, con altra raffigurazione, non possono « svolazzare in permanenza come le farfalle » (5). Perciò, oltre ad essere iscritte — ripetesi — al passivo del bilancio del sistema creditizio, in veste di passività finanziarie, debbono trovar posto — come si vede dagli schemi — nei bilanci delle famiglie e delle imprese, in veste appunto di attività finanziarie.

La creazione delle attività finanziarie può perciò avvenire solo in quanto si realizzino, congiuntamente o alternativamente, due diverse condizioni: solo in quanto, cioè, si abbiano corrispondenti variazioni nelle « capacità di detenzione » del pubblico e si abbiano appropriate scelte del pubblico stesso quanto all'utilizzo di siffatte capacità (6).

6. - Con ciò, peraltro, non resta affatto preclusa al sistema creditizio la possibilità di spingere la raccolta attraverso l'espansione

(4) R. H. PATTERSON, *The Science of Finance* (London, 1868), p. 76.

(5) C. BRESCIANI TURRONI, *Corso di Economia Politica* (Milano, 1957), p. 53.

(6) Soprattutto i recenti sviluppi dell'analisi monetaria hanno consentito di mettere in evidenza, con dovizia di dati concreti a carattere continuativo, la contrapposizione tra attività e passività finanziarie dei diversi settori del sistema economico, con la dovuta quadratura dei relativi bilanci. E non va sottaciuto che le incomprensioni che talvolta affiorano ancora oggi quanto all'influenza del pubblico sulla creazione delle attività finanziarie (e in particolare sulla creazione dei depositi bancari) derivano soprattutto dal non tenersi abbastanza conto di siffatte contrapposizioni.

degli impieghi e di esercitare così una persistente influenza sul volume nominale delle attività finanziarie. L'espansione degli impieghi da parte del sistema creditizio può, infatti, far realizzare la prima delle due condizioni ora poste per la creazione delle attività finanziarie: può dar adito, cioè, ad una correlativa espansione delle capacità di detenzione del pubblico.

A questo proposito è da tener conto che le capacità di detenzione del pubblico — come si può vedere guardando negli schemi le « disponibilità complessive » nelle quali si immedesimano — possono variare per molteplici moventi. In primo luogo possono variare col variare delle disponibilità patrimoniali, formate attraverso l'accumulazione dei risparmi: la loro espansione, cioè, può essere determinata dall'espansione dei risparmi del pubblico, la quale a sua volta può essere influenzata dall'espansione degli impieghi del sistema creditizio. Questa espansione, infatti, è tutt'altro che neutrale agli effetti della formazione del reddito e della correlativa formazione dei risparmi. Sarebbe erroneo assumere che in realtà il reddito si formi indipendentemente dal credito e che solo una volta formato se ne possa dare una parte a credito. La formazione dell'uno è contestuale alla creazione dell'altro. Ciò soprattutto nelle moderne economie con moneta esclusivamente creditizia, in quanto in esse la espansione degli impieghi del sistema creditizio tende a risolversi in un aumento della provvista di liquidità del pubblico e, di riflesso, in un'espansione della domanda effettiva, che può ben considerarsi l'elemento propulsivo del processo di formazione del reddito.

È questo uno degli aspetti sotto i quali può essere intravista la cosiddetta « produttività » del credito. La quale peraltro può essere considerata anche sotto l'aspetto dell'offerta dei beni. Aspetto questo, sul quale si è deliberatamente soffermato il Ferrara nel mettere in luce la possibilità di superare, mediante il credito, le difficoltà di sincronizzazione delle diverse fasi del processo produttivo (7). Sicchè l'espansione degli impieghi del sistema creditizio può esercitare in realtà una sostanziale influenza sul processo di formazione del reddito e dei correlativi risparmi. Ciò anche se, a seconda delle circostanze, quella espansione possa dar adito — come vedremo — ad

(7) Mi sia consentito riferirmi a questo proposito alla mia nota su *Il ritorno del Ferrara*, in « Bancaria », 1962, n. 3.

aumenti del livello dei prezzi, nel qual caso gli aumenti del reddito e dei risparmi verrebbero ad essere, sia pure in parte, puramente nominali.

In secondo luogo poi, è da tener conto che le capacità di detenzione del pubblico sono alimentate non solo dai risparmi, ma anche dalla contrapposizione tra debiti e crediti che generalmente si riscontra nel bilancio di ogni settore ed anzi nel bilancio di ogni individuo. Proprio per effetto di questa contrapposizione le capacità di detenzione del pubblico possono essere estesamente dilatate, tanto che in definitiva possono essere del tutto disancorate dall'andamento dei risparmi. Anche questo lo si vede dagli schemi di cui sopra, nei quali abbiamo altresì cercato di esemplificare come la contrapposizione tra debiti e crediti abbia ben maggior rilievo per il settore imprese (13 contro 8) che non per il settore famiglie (3 contro 12). Sicché il settore imprese risulta in grado — come è ben risaputo — di aumentare ben più del settore famiglie la detenzione di attività finanziarie senza aumenti delle proprie disponibilità patrimoniali, facendo ricorso all'indebitamento, specialmente nei confronti del sistema creditizio, in misura eccedente le proprie occorrenze per investimenti reali. Viene così in maggiore evidenza come, per effetto — ripetesi — della contrapposizione tra debiti e crediti, l'espansione degli impieghi del sistema creditizio possa risolversi in una maggiore capacità di detenzione del pubblico, suscettibile di essere utilizzata appunto nella detenzione di attività finanziarie create dal sistema stesso.

7. - Per un verso o per l'altro, quindi il sistema creditizio può influire attraverso gli impieghi sulle capacità di detenzione del pubblico e, di riflesso, può esercitare una persistente influenza sul volume nominale delle attività finanziarie.

Ma ciò non vuol dire che il sistema creditizio possa determinare a propria discrezione il volume delle attività finanziarie in mani del pubblico. Non vuol dire che esso possa « forzare » il pubblico ad immettere nel proprio bilancio gli aumenti di attività finanziarie cui potrebbero dar adito gli aumenti degli impieghi. È ben vero, invece, che la creazione delle attività finanziarie, pur essendo disancorata — ripetesi — dall'andamento dei risparmi, non è affatto disancorata dal comportamento del pubblico. Comportamento che va visto non solo ed anzi non già dal punto di vista della domanda di

attività finanziarie « da spendere », per la quale può dirsi — come ai suoi tempi diceva il Ricardo per la moneta — trattarsi di domanda « insaziabile ». Va visto piuttosto dal punto di vista della domanda di attività finanziarie « da conservare » e cioè dell'offerta di credito da parte del pubblico, nella sua veste appunto di creditore del sistema creditizio, in relazione alla sua più o meno ampia propensione a detenere in sue mani le attività finanziarie. Il che si avverte maggiormente per la moneta creditizia, che costituisce la principale componente delle attività finanziarie: in relazione, cioè, alla più o meno ampia propensione del pubblico a detenere la moneta quale moneta « passiva » da conservare, piuttostochè quale moneta « attiva » da spendere.

Sotto questo aspetto è da considerare che nelle moderne economie di mercato, nelle quali è lasciato ancora ampio respiro alle iniziative individuali, resta sempre aperta al pubblico la possibilità di far valere la sua influenza riguardo alla seconda delle due condizioni poste innanzi per la creazione delle attività finanziarie. Restano ad esso sempre aperte, cioè, molteplici alternative di scelta quanto all'utilizzo delle proprie capacità di detenzione. E proprio per questo il sistema creditizio deve fare i conti con il pubblico, il cui comportamento costituisce pur sempre, quali che siano gli ordinamenti istituzionali, un vincolo immanente che condiziona la creazione delle attività finanziarie, tanto più se valutate nella loro reale consistenza.

Al pubblico, infatti, non solo è riservata la scelta tra consumo e risparmio, scelta questa che — come si è visto — è basilare riguardo alla determinazione delle capacità di detenzione, ma è anche riservata la scelta sulla destinazione delle capacità stesse. La scelta, cioè, tra gli impieghi in attività finanziarie e gli investimenti diretti in beni reali o, in altri termini, la scelta tra la mobilitazione creditizia dei propri risparmi e la ritenzione di essi « in natura »: sia in beni di consumo durevoli o in beni rifugio, specialmente da parte delle famiglie, sia in beni di investimento, specialmente da parte delle imprese. A seconda di tale scelta, che è fondamentale quanto all'utilizzo delle capacità di detenzione, si determina il cosiddetto « avanzo finanziario » di ciascun individuo e di ciascun settore: si determina, cioè, l'ammontare di attività finanziarie che ciascun individuo e ciascun settore intende detenere e finisce col detenere. Questa scelta,

come quella tra consumo e risparmio, si forma bensì nel quadro di tutte le sollecitazioni inerenti allo svolgimento dell'attività economica e dipendono quindi da siffatto svolgimento nei suoi aspetti congiunturali e strutturali. L'una e l'altra scelta tuttavia tendono a risolversi nei confronti del sistema creditizio — come ora vedremo — in variazioni delle riserve monetarie, influenzando così per questa via il volume nominale delle attività finanziarie. E, in quanto ciò non sia realizzabile, finiscono con l'influire sulla consistenza reale delle attività stesse.

8. - La prima di siffatte influenze e cioè quella sul volume nominale delle attività finanziarie può realizzarsi più o meno decisamente a seconda della più o meno ampia apertura della convertibilità delle attività stesse. Convertibilità questa che, in ultima analisi, viene sempre ad accentrarsi, oggi come ieri, nei confronti dell'istituto di emissione (e connessi « Uffici per i cambi »).

Peraltro, come è venuto in piena evidenza attraverso le vicende di questi ultimi decenni, la convertibilità di oggi è ben diversa dalla convertibilità di ieri e cioè dalla piena convertibilità quale si aveva in regime aureo. Allora la convertibilità, intesa quale possibilità di convertire in oro ed argento, nonché in divise estere, gli impegni degli istituti di emissione, rappresentati dalle banconote emesse dagli istituti stessi, era aperta ad ognuno incondizionatamente ed indiscriminatamente. Dopo di allora invece la convertibilità, intesa quale possibilità di convertire la moneta nazionale in divise estere (o di trasferire all'estero la moneta nazionale), è venuta ad essere più o meno aperta a seconda di complesse e mutevoli regolamentazioni sui cambi esteri, che comportano fra l'altro molteplici discriminazioni (quali quella tra residenti e non residenti). Sotto questo aspetto non si ha ai tempi d'oggi un brusco salto da una piena convertibilità ad una piena inconvertibilità: si ha piuttosto tutta una gamma di più o meno ampie aperture della convertibilità nei suoi poliedrici aspetti. Tuttavia, anche quando la convertibilità è stata subordinata ad un rigoroso « controllo dei cambi », essa non è mai venuta meno in modo assoluto: si è sempre avuta, cioè, una qualche possibilità di avere divise estere contro moneta nazionale. E per quel tanto in cui la convertibilità è rimasta aperta, il pubblico, oltre ad avvalersene direttamente per la conversione delle banconote, ha potuto e può

sempre avvalersene anche per ogni altra attività finanziaria. Può avvalersene, cioè, per i depositi nei confronti del sistema bancario attraverso la « conversione » (o, come usa dirsi, il « rimborso ») di essi in moneta legale, nonché per le obbligazioni nei confronti degli istituti finanziari, attraverso il realizzo di essi sul mercato finanziario (8). Sicchè la convertibilità ha finito per lasciare la via aperta o quanto meno socchiusa per far ricadere sulle riserve monetarie dell'insieme del sistema creditizio le scelte che si pongono al pubblico quanto alla detenzione delle attività finanziarie. Scelte che in ogni paese possono essere fatte risalire, in ultima analisi, all'andamento dei livelli dei prezzi e dei tassi di rendimento dei capitali nel paese stesso, comparativamente a quelli degli altri paesi.

9. - Così attraverso la convertibilità il pubblico può far sentire la sua influenza sulle riserve monetarie e, di riflesso, sul volume nominale delle attività finanziarie. E può farla sentire più o meno — ripetesi — a seconda della più o meno ampia apertura della convertibilità. Il che peraltro comporta che, proprio a seconda di detta apertura, il pubblico faccia anche sentire la sua influenza, in misura più o meno ampia, sulla consistenza reale delle attività stesse.

Per mettere in luce questa influenza conviene raffigurare due casi estremi, i quali appunto come tali servono soltanto a inquadrare i casi reali che stanno in posizione intermedia tra quegli estremi. E precisamente assumiamo, come primo caso, la eventualità si abbia una piena convertibilità e di poi, come secondo caso, la eventualità di una assoluta inconvertibilità. Nel primo caso un aumento degli impieghi del sistema creditizio, anzichè riflettersi in un parallelo aumento della raccolta e cioè delle attività finanziarie (come inizialmente prospettato *sub* 4), può tradursi in una riduzione delle riserve monetarie, per quel tanto in cui il pubblico si avvale della convertibilità. Nel secondo caso viene meno siffatta possibilità, ma rimane sempre aperta al pubblico la possibilità di far sentire l'influenza del suo comportamento attraverso il mercato dei beni, sia direttamente

(8) È da avvertire che i realizzi sul mercato finanziario, a differenza delle conversioni delle banconote, possono influire sul volume delle attività finanziarie solo in quanto le obbligazioni vengano acquistate dall'istituto di emissione o dal sistema bancario e solo in quanto siffatti acquisti diano poi adito a prelievi delle riserve monetarie. Condizione questa che vale anche per i rimborsi dei depositi bancari.

per le attività a carattere monetario, sia indirettamente per quelle non aventi carattere monetario (previa per queste la conversione dei depositi in banconote o il realizzo delle obbligazioni sul mercato finanziario, come innanzi chiarito a proposito della convertibilità). Le banconote, infatti, anche se inconvertibili, costituiscono pur sempre, in quanto moneta legale, un credito verso la collettività, suscettibile di essere realizzato appunto sul mercato dei beni. Allora un aumento degli impieghi del sistema creditizio, pur riflettendosi in un parallelo aumento delle attività finanziarie, può finire col provocare un innalzamento del livello dei prezzi. E può quindi aumentare l'espressione nominale degli impieghi del sistema creditizio e delle attività finanziarie in mani del pubblico, ma non la consistenza reale degli uni e delle altre. In altri termini l'espansione delle attività finanziarie in parallelo all'espansione degli impieghi del sistema creditizio può essere, sia pure in parte, vanificata dal comportamento del pubblico attraverso l'aumento dei prezzi. E si può quindi ben dire che non solo in caso di piena convertibilità, ma anche in caso di assoluta inconvertibilità il pubblico può far sentire il peso del suo comportamento, che verrebbe ad essere avvertito rispettivamente sul volume nominale o sulla consistenza reale delle attività finanziarie (9).

10. - Nei moderni sistemi creditizi non ricorrono nè l'uno nè l'altro dei due casi estremi ora considerati. Ci si trova in posizioni intermedie, più o meno vicine all'uno o all'altro caso a seconda delle circostanze e specialmente a seconda della più o meno ampia aper-

(9) Questa conclusione può essere suffragata ricorrendo al classico  $K$  marshalliano e più precisamente istituendo un analogo rapporto ( $K_f$ ) fra il volume di attività finanziarie che il pubblico « desidererebbe » detenere in un dato momento ed il volume di disponibilità patrimoniali possedute dal pubblico nel medesimo momento. Facile arguire che un aumento delle attività finanziarie in contropartita di un'espansione degli impieghi del sistema creditizio comporta di per se stesso (a meno che non sia accompagnato da un proporzionale aumento delle disponibilità patrimoniali del pubblico) un aumento del rapporto  $K_f$ , aumento che potrebbe non essere desiderato dal pubblico. Allora nel caso di piena convertibilità il pubblico può avvalersene per ridurre il volume delle attività in sue mani, fino a restaurare il livello desiderato del rapporto  $K_f$  attraverso la riduzione del numeratore. Mentre nel caso di assoluta inconvertibilità il livello desiderato verrebbe realizzato attraverso l'aumento del denominatore e precisamente attraverso l'aumento nominale delle disponibilità patrimoniali, che si avrebbe quale riflesso dell'aumento del livello dei prezzi conseguente all'impiego delle attività finanziarie a carattere monetario sul mercato dei beni.

tura della convertibilità. E quindi le due eventualità di influenza sul volume nominale e di influenza sulla consistenza reale delle attività finanziarie non vanno viste quali due alternative che si escludano a vicenda.

Le due eventualità, infatti, possono realizzarsi congiuntamente l'una e l'altra, sia pure in misura contrapposta: tanto più aperte sono le possibilità di influenza sul volume delle attività finanziarie, tanto meno si fa sentire l'influenza sul valore di esse e quindi sulla loro reale consistenza. Sicchè, in definitiva, siffatta influenza sul valore può essere considerata come la « reazione » opposta dal pubblico alle eventuali « forzature » del sistema creditizio, quanto al volume di attività finanziarie che intendesse porre in essere. E proprio per la possibilità di siffatte reazioni il pubblico non può mai essere forzato ad assumere un ammontare di attività finanziarie, viste nella loro reale consistenza, al di là dei limiti rispondenti alle sue capacità di detenzione ed alle sue scelte (10). Ciò tanto più in quanto l'influenza sul valore può intensificare e normalmente finisce con l'intensificare l'influenza sul volume delle attività finanziarie. L'innalzamento del livello dei prezzi può, infatti, influire in senso negativo, attraverso l'accennato gioco della comparazione con i livelli degli altri paesi, sull'andamento della bilancia dei pagamenti e può quindi influire, sempre in senso negativo, sul volume delle attività finanziarie, a seconda dell'apertura della convertibilità.

L'influenza del pubblico, peraltro, non va vista solo nei suoi aspetti negativi e cioè per stabilire come il comportamento del pubblico costituisca — ripetesi — un vincolo immanente che condiziona la creazione di attività finanziarie da parte del sistema creditizio. Quella influenza non va vista soltanto quale resistenza ad assumere le attività finanziarie cui potrebbero dar adito gli aumenti degli impieghi del sistema creditizio. Va vista anche quale elemento attivo che può promuovere la creazione delle attività finanziarie. A questi effetti è, fra l'altro, da considerare che, invece di fermarsi

(10) L'influenza del pubblico sul valore delle attività finanziarie, con particolare riguardo ai depositi bancari, è stata messa in rilievo dal ROBERTSON, dapprima, nella « terza proposizione » della sua lezione sulle *Theories on Banking Policy* del 1928 (riprodotta negli « *Essays in Monetary Theory* » del 1940) e di poi dal KEYNES nel suo *Treatise on Money* (vol. I, p. 224). Essi, peraltro, non si sono resi conto che il pubblico può influenzare non solo il valore, ma anche il volume dei depositi, così come può influenzare, in generale, il volume delle altre attività finanziarie e del loro insieme.



agli schemi di prima approssimazione, nei quali si assume di operare in « mercati chiusi », occorre tener conto dei rapporti con l'estero. Si vede allora come per i paesi maggiormente aperti agli scambi con l'estero la creazione di attività finanziarie e specialmente la emissione delle banconote e la formazione dei depositi si realizza, talvolta in proporzioni prevalenti, attraverso la conversione di divise estere in moneta nazionale, mediante la intermediazione dell'istituto di emissione e del sistema bancario. Sicchè allora l'andamento del volume delle attività finanziarie, per quel tanto che può essere attribuito agli afflussi ed ai deflussi di divise estere, va ricollegato al comportamento del pubblico quale creditore del sistema creditizio, indipendentemente da ogni eventuale spinta del sistema creditizio stesso attraverso l'espansione dei propri impieghi.

II. - Le considerazioni che abbiamo fin qui esposte e le conclusioni cui siamo man mano pervenuti si riferiscono alle attività finanziarie viste nel loro insieme e possono anche essere riferite, con opportuni adattamenti, alle singole categorie di esse, quali, ad esempio, i depositi bancari. Appunto nel riferirsi, in generale, alle attività finanziarie le considerazioni e le conclusioni di cui trattasi riguardano anche, in particolare, le attività che si presentano in forma liquida e cioè quali crediti a breve termine nei confronti del sistema creditizio, che costituiscono ormai — come si è avvertito *sub 2* — la liquidità del pubblico.

Va anzi tenuto presente che le considerazioni tendenti a mettere in rilievo l'influenza del comportamento del pubblico acquistano maggior peso nei riguardi delle attività liquide. Infatti, a quel che si è detto (*sub 8 e 9*), le possibilità di ricorsi alla convertibilità, come pure le possibilità di ricorsi al mercato dei beni possono essere fatte valere direttamente solo per le attività liquide nei confronti dell'istituto di emissione, quali moneta legale, che costituiscono parte notevole delle attività liquide, mentre per le altre attività finanziarie possono essere fatte valere solo previa trasformazione di esse in moneta legale. Vale perciò, a più forte ragione, per la creazione di attività liquide quel che si è affermato per le attività finanziarie in genere: il comportamento del pubblico condiziona siffatta creazione quale vincolo immanente, quali che siano gli ordinamenti istituzionali. Questi influiscono piuttosto sulle vie attraverso le quali si manifestano gli effetti del comportamento del pubblico. E preci-

samente, a seconda degli ordinamenti che regolano la convertibilità, gli effetti del comportamento del pubblico possono essere più o meno rilevanti per quel che riguarda il volume nominale della liquidità, mentre sono sempre rilevanti ed anzi sono prevalenti, quali che siano gli ordinamenti stessi, per quel che riguarda la consistenza reale della liquidità stessa.

12. - Come si concilia questa conclusione con le comuni nozioni secondo cui le autorità monetarie, quali supreme regolatrici di tutto il sistema creditizio, hanno ampi poteri nel « governo » della liquidità? Si concilia con l'avvertire che siffatti poteri per quanto ampi non sono affatto discrezionali, semprechè — come è ormai universalmente il caso — le autorità monetarie siano impegnate al mantenimento della stabilità monetaria, quale si rivela dall'andamento del livello dei prezzi e dall'andamento della bilancia dei pagamenti.

È ben vero, infatti, che i poteri delle autorità monetarie sono pressochè illimitati dal punto di vista operativo: gli svolgimenti degli ordinamenti istituzionali consentono ormai ad esse di fare assegnamento su una molteplicità di strumenti per il governo della liquidità. Esse quindi sono sempre in grado di controbilanciare il comportamento del pubblico, tanto nei suoi aspetti negativi quanto in quelli positivi, messi sopra in rilievo, agendo soprattutto attraverso la liquidità del sistema bancario che, appunto per questo, abbiamo additato quale « strumentale » rispetto alla liquidità dell'economia. Ma trattasi sempre di poteri riguardanti esclusivamente la determinazione del volume nominale delle attività liquide e non già la determinazione del loro valore. Sicchè l'andamento della consistenza reale della liquidità dipende pur sempre dal comportamento del pubblico, visto quale creditore del sistema creditizio, in relazione cioè alla sua più o meno ampia propensione a dar credito in forma liquida al sistema creditizio e specialmente all'istituto di emissione ed al sistema bancario.

In definitiva quindi, fin quando ci si trova in una economia di mercato nella quale sia lasciato — ripetersi — ampio respiro alle iniziative ed alle scelte individuali e fin quando fra le diverse finalità della politica economica è assegnata preminente priorità al mantenimento della stabilità monetaria, le autorità monetarie hanno a loro discrezione ben pochi margini nel regolare l'andamento delle



attività liquide messe a disposizione del mercato. Esse debbono tener conto essenzialmente del comportamento del pubblico, visto quale famiglie e quale imprese: debbono, cioè, tener conto del comportamento di coloro che risparmiano e di coloro che investono. Il che rientra fra le « leggi naturali » dell'economia, le quali — secondo l'antico detto — « non possono essere dominate se non ubbidendo ».

AMEDEO GAMBINO