

Moneta, attività liquide, velocità di circolazione e politica monetaria

Uno degli aspetti più interessanti dell'evoluzione dell'economia statunitense nel secondo dopoguerra è la flessione della circolazione monetaria in rapporto al prodotto nazionale lordo. Contemporaneamente l'economia è venuta rapidamente accumulando attività liquide diverse dai mezzi monetari.

Il divario tra l'aumento della circolazione monetaria (comprendente, secondo la tradizionale definizione americana, la moneta legale ed i depositi privati a vista) e l'aumento del reddito nazionale lordo ha comportato un aumento pressochè ininterrotto della velocità di circolazione della moneta; con la conseguenza che, per ogni dollaro di prodotto nazionale lordo, si tiene oggi una riserva di cassa di venticinque centesimi, contro i cinquanta del 1946.

In pari tempo è andata diminuendo l'importanza della moneta quale strumento finanziario. All'inizio del secolo la moneta legale ed i depositi a vista costituivano più della metà di tutte le attività liquide degli Stati Uniti; negli ultimi anni ne hanno rappresentato circa un quarto soltanto. In realtà la diminuzione dell'importanza della moneta nell'ambito delle attività finanziarie liquide è un fenomeno che in genere si accompagna allo sviluppo economico, come si può rilevare dall'esame di paesi che si trovano in stadi di sviluppo differenti.

Questa evoluzione ha suscitato, negli ultimi anni, molto interesse. Basta citare, fra gli altri, gli studi dei proff. Shaw e Gurley (1) sui problemi relativi all'importanza degli intermediari finanziari ai fini della politica monetaria. Il ruolo degli intermediari finanziari è stato negli ultimi anni esaminato in numerosi saggi e in interrogatori delle Commissioni del Congresso. Nel questionario sottoposto al « Federal Reserve System » dalla *Commission on Money and Credit*

(1) E. S. SHAW e J. G. GURLEY, *The Growth of Debt and Money in the United States, 1800-1950: A Suggested Interpretation*, in « Review of Economics and Statistics », agosto 1957; e *Money in a Theory of Finance* (Washington, 1960).

erano state inserite alcune domande penetranti, al fine di conoscere l'attuale punto di vista della banca centrale su questo argomento (2). L'inglese *Radcliffe Report*, forse il più ambizioso studio governativo in campo monetario del secondo dopoguerra, è giunto a suggerire che il vero oggetto dell'azione della banca centrale debba essere la liquidità piuttosto che la moneta.

Il rapido aumento della velocità di circolazione della moneta, verificatosi nel dopoguerra, ha dato spunto a molti studi particolareggiati sulle tendenze di lungo periodo e sulle velocità di circolazione settoriali; tipica l'indagine del prof. Selden (3). Il prof. Latane ed altri hanno esaminato i rapporti fra velocità di circolazione e tassi d'interesse (4). In un'opera monumentale, il prof. Friedman ha recentemente tentato di conciliare i dati empirici sulla velocità di circolazione con « l'ipotesi del reddito permanente » (5).

Il significato dell'aumento delle attività liquide in rapporto al prodotto nazionale lordo e del connesso aumento della velocità di circolazione della moneta e la loro rilevanza ai fini della politica monetaria devono essere considerati alla luce dei profondi mutamenti che si sono prodotti negli ultimi trent'anni nel sistema finanziario degli Stati Uniti. Nel decennio 1930-1939 constatammo, negli Stati Uniti ed altrove, un grave indebolimento della fiducia del pubblico nei valori e negli istituti finanziari. Negli anni « quaranta » la guerra provocò un'inondazione di liquidità eccedente. Nel decennio 1950-1959 ebbe di nuovo significato distinguere tra moneta attiva e moneta oziosa.

Chi crea attività liquide?

Le banche commerciali hanno la singolare facoltà di creare il tipo di attività finanziaria più liquida dopo la moneta legale: la moneta deposito. Insieme con la moneta legale, gli assegni sui depositi a vista sono il solo mezzo universale di pagamento, e differi-

(2) THE FEDERAL RESERVE AND THE TREASURY, *Answers to Questions from the Commission on Money and Credit*, New York, 1963.

(3) RICHARD T. SELDEN, *The Postwar Rise in the Velocity of Money. A Sectoral Analysis* (Occasional Paper no. 78, National Bureau of Economic Research Incorporated, 1962).

(4) HENRY ALLEN LATANE, *Cash Balances and the Interest Rate. A Pragmatic Approach*, « The Review of Economics and Statistics », novembre 1954.

(5) MILTON FRIEDMAN e ANNA J. SCHWARTZ, *A Monetary History of the United States*, Princeton University Press, 1963.

scono pertanto da tutte le altre attività liquide, che possono adempiere solamente una delle varie funzioni della moneta: quella di strumento di conservazione del valore. Di recente, è vero, è stata espressa l'opinione che la nozione di moneta dovrebbe essere estesa fino a comprendere i depositi a termine presso le banche commerciali. Ma qualsiasi tentativo di estendere in tal senso il concetto di moneta creerebbe, con ogni probabilità, una grande confusione. D'altra parte, la giusta linea di separazione non cade tra depositi presso banche commerciali e passività di altri intermediari finanziari, che emettono attività finanziarie dotate di qualche caratteristica propria della moneta. Essa cade tra i depositi a vista — la parte dinamica della circolazione monetaria — e tutti gli altri tipi di depositi a termine, ovunque collocati, presso banche commerciali, casse mutue di risparmio, aziende di credito cooperative, o (con l'etichetta di « azioni di deposito ») presso istituti di credito edilizio (le « savings and loan associations »).

Non togliamo nettezza alla distinzione tra la moneta e tutte le altre attività liquide che possono essere raccolte sotto la denominazione di « quasi-moneta ». Nell'accezione comune, la quasi-moneta comprende i depositi vincolati, i vari strumenti del mercato monetario, e tutte le altre obbligazioni a breve termine di durata non superiore ad un anno. Questa definizione convenzionale di quasi-moneta è, per molti aspetti, prudente. Di regola, esclude, per esempio, i *savings bonds* (buoni di risparmio), che la maggior parte della gente includerebbe tra le proprie attività liquide, dal momento che sono convertibili in contante a richiesta, al prezzo di una perdita per interessi preventivamente nota. Lo stesso farebbero probabilmente, data l'efficienza del funzionamento della borsa nel dopoguerra, molti possessori di azioni di *mutual investment funds* (società cooperative d'investimento, con attività che oggi superano i 28 miliardi di dollari). Di certo la durata di un anno è un criterio di distinzione puramente convenzionale. In generale, le imprese e gli istituti finanziari considerano liquide quelle obbligazioni che, quale che sia la loro durata originaria, si sono venute avvicinando a un anno dalla scadenza. Inoltre, le cessioni di titoli con patto di riacquisto, largamente praticate dalle imprese per l'impiego a brevissimo termine di temporanea disponibilità, hanno spesso come oggetto titoli con scadenza oltre un anno.

Una delle più importanti fonti di attività liquide è la creazione di posizioni debitorie da parte dei diversi settori dell'economia. La

rete di relazioni debitorie, che caratterizza il sistema economico degli Stati Uniti, comprende sia l'emissione *diretta* di obbligazioni a breve termine da parte di mutuatari (ad es., effetti di società commerciali o finanziarie) sia la *trasformazione* in obbligazioni a breve termine di obbligazioni a termine più lungo (ad es., di mutui fondiari in depositi a risparmio) da parte di una grande varietà di intermediari finanziari. Una delle più importanti specie di strumenti liquidi (i buoni del Tesoro) è emessa dal Tesoro degli Stati Uniti, che è il maggiore richiedente diretto di credito. In tal modo un grande volume di liquidità è creato al di fuori del sistema bancario.

Di fatto, diversi tipi di intermediari finanziari dividono con le banche commerciali la capacità di fornire attività liquide in cambio di crediti a termine più lungo verso il settore pubblico e privato dell'economia. Fatto ancor più rilevante, una notevole parte delle attività liquide, immesse nell'economia americana nel dopoguerra, proveniva dall'accumulazione di risparmi personali presso intermediari finanziari e dall'assorbimento di obbligazioni Federali da parte di imprese, di istituti mobiliari e di altri operatori non bancari, piuttosto che dalla monetizzazione di debiti per il tramite del sistema bancario.

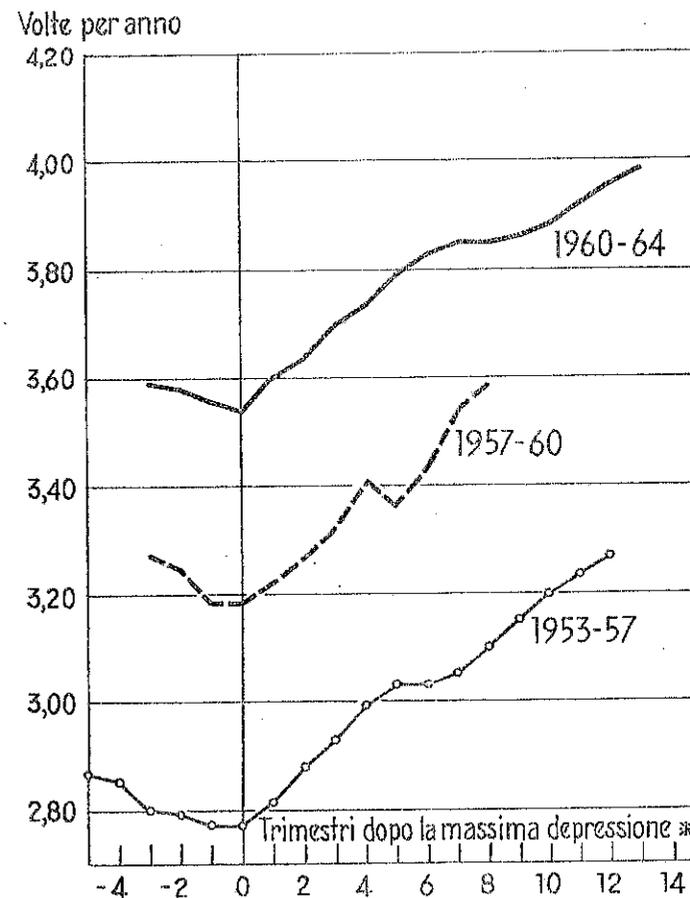
La domanda dei vari tipi di attività finanziarie offerte sui mercati del credito è influenzata dal loro grado di liquidità e, ancor più, dall'esperienza fatta dai loro possessori. I consumatori preferiscono i titoli degli istituti di risparmio, che a loro volta convogliano il risparmio verso investimenti immobiliari, soprattutto verso mutui ipotecari. Le imprese, già da tempo use ad investire in cambiali del Tesoro e fondi accantonati per pagare le imposte, hanno impiegato anche questo mezzo, insieme agli altri strumenti del mercato monetario, per investire fondi accantonati per diversi altri scopi, per esempio, i fondi destinati al pagamento di dividendi e di interessi obbligazionari. Oltre che ai buoni del Tesoro, sia le imprese che i singoli privati ricorrono, per collocare i loro fondi oziosi, ad una grande varietà di obbligazioni a breve termine emesse sia da enti statali e municipali che da imprese (come la carta commerciale).

Da che cosa è provocato l'aumento della velocità di circolazione?

Con il ritorno ad una politica monetaria flessibile dopo l'« Accordo » del 1951 fra Tesoro e Riserva Federale, il pubblico cominciò a rivedere i propri fabbisogni di riserve di cassa alla luce della com-

parsa di nuovi impieghi remunerativi. La maggiore redditività dei buoni del Tesoro e degli strumenti privati del mercato monetario

VELOCITÀ DI CIRCOLAZIONE DELLA MONETA IN TERMINI DI REDDITO NEGLI ULTIMI TRE CICLI ECONOMICI



* Massime depressioni dell'attività economica globale:
3° trimestre 1954, 2° trimestre 1958, 1° trimestre 1961

portò via via a un deflusso dal sistema bancario di una larga parte dell'eccesso di liquidità delle imprese, ereditato dalla guerra. A sua volta, la graduale trasformazione del grosso di attività liquide da

depositi a vista, come erano tenute alla fine della guerra, in strumenti liquidi fruttiferi, si tradusse in un aumento della velocità di circolazione dei depositi a vista. Col diminuire del volume delle riserve e delle disponibilità temporanee tenuto sotto forma di depositi a vista, venne riducendosi il rapporto della circolazione monetaria rispetto al crescente prodotto nazionale lordo. E poichè la velocità di circolazione della moneta in termini di reddito non è altro che l'inverso del rapporto tra riserve di cassa e flusso di reddito, anche la « velocità-reddito » della circolazione aumentò. Con depositi a vista sempre più ridotti a moneta attiva, il loro movimento crebbe. L'aumento del movimento dei depositi a vista fu poi accelerato dall'impiego di varie tecniche e procedimenti, miranti a limitare la domanda di riserve di cassa (6).

La crescente fiducia nella fondamentale stabilità del sistema economico e finanziario americano (che, per inciso, Friedman e Schwartz indicano quale causa dell'aumento della velocità di circolazione in termini di reddito, velocità da essi misurata includendo nella moneta anche i depositi a termine presso le banche commerciali), fiducia rafforzata dalla mitezza delle recessioni del dopoguerra e dalla relativa facilità con cui sono state superate, ha favorito i programmi finanziari a lunga scadenza delle imprese. Lo sviluppo dell'analisi dei flussi di liquidità aziendali ha consentito di migliorare la programmazione e il controllo dei flussi di cassa e di ridurre la giacenza media dei fondi d'esercizio in rapporto al volume globale dei pagamenti. Le riserve di cassa delle imprese sono state sempre più limitate all'ammontare necessario per far fronte ai pagamenti più prossimi, mentre i fondi accantonati per far fronte agli impegni futuri o per costituire riserve vengono investiti in attività a breve termine fruttifere. La maggior efficienza nell'uso della moneta come mezzo di pagamento è ben illustrata dal continuo declino del rapporto tra giacenze di cassa e ricavi delle imprese non finanziarie. Tale rapporto è diminuito da 7,9% nel 1946 a 3,8% nel 1962 (ultimo anno per il quale sono disponibili dati).

Analogamente, le persone singole sono riuscite a ridurre il loro fabbisogno di contante in rapporto alle necessità di pagamento, ed anch'esse hanno avuto tendenza a trasformare fondi monetari ecce-

(6) Si veda il mio *Deposit Velocity and Its Significance*, New York, 1959, e la letteratura ivi citata. Cfr. anche il mio *Structural Aspects of Money Velocity* in « *The Quarterly Journal of Economics* », agosto 1959.

denti in attività fruttifere. Di conseguenza, dalla fine della seconda guerra mondiale, la velocità di circolazione della moneta in termini di reddito, nonchè la velocità di circolazione dei depositi bancari ad essa intimamente collegata, è venuta aumentando quasi ininterrottamente e così rapidamente che le flessioni cicliche, in periodi di recessione, hanno assunto l'aspetto di riduzioni quasi impercettibili o semplicemente di rallentamenti del tasso d'incremento di lungo periodo. Di fatto, la velocità di circolazione dei depositi presso le banche fuori della City di New York (dove è notevole l'influenza di transazioni puramente finanziarie) è più che raddoppiata dal 1946; analogo è l'aumento della velocità di circolazione della moneta in termini di reddito, che ha così raggiunto i valori massimi degli anni « venti » (7).

Ancora: la maggiore efficienza delle operazioni d'incasso degli assegni ha ridotto il volume delle partite viaggianti presso la posta e le banche. Un notevole contributo è stato dato dall'adozione della posta e del trasporto aerei per gli assegni. In conseguenza, i periodi massimi di differimento del « Federal Reserve System » (il lasso di tempo dopo il quale si concede credito automaticamente alle banche commerciali che incassano gli assegni per mezzo delle facilitazioni del Sistema) sono stati ridotti a due giorni, contro gli otto agli inizi degli anni « venti »; i periodi di differimento adottati dalle banche commerciali sono stati ridotti in proporzione. Il sistema delle cassette postali (8), sviluppatosi nell'ultimo decennio, ha notevolmente ridotto il volume delle partite viaggianti postali (che, negli ultimi anni, può aver determinato fino ad un terzo dell'ammontare dei saldi a vista nella contabilità delle banche) (9), intercettando gli assegni il più vicino possibile al loro luogo d'origine. Grazie alla rete telegrafica privata delle banche, in funzione dal tempo della guerra, i fondi possono essere trasferiti in luoghi lontani quasi istantaneamente. Contemporaneamente sono sorti nuovi tipi di accordi di compensazione, che diminuiscono la necessità di pagamenti in

(7) Le variazioni della « velocità-reddito » e della velocità dei depositi bancari sono strettamente collegate. Il vantaggio di usare la velocità di circolazione dei depositi per l'analisi di breve periodo consiste nel fatto che i dati ad essa relativi sono conosciuti mensilmente, circa due settimane dopo la chiusura del mese. I dati relativi alla velocità di circolazione della moneta in termini di reddito si hanno solo trimestralmente e con un ritardo maggiore.

(8) Cfr. il mio *Deposit Velocity and Its Significance*, cit., pag. 66.

(9) Cfr. il mio *The Float in Flow-of-Funds Accounts*, nella raccolta *Studies in Income and Wealth*, vol. 26, Princeton, 1962.

contanti. Tali accordi coprono una vasta gamma di pagamenti, e si aggiungono al noto meccanismo di compensazione dei pagamenti relativi alle operazioni di borsa. Così, fra le più importanti compagnie di navigazione aerea vigono accordi per la compensazione — tramite una banca di New York — dei pagamenti reciproci; e numerose banche compensano i pagamenti fra le maggiori società di autotrasporti, che negli Stati Uniti hanno una parte considerevole nel settore dei trasporti.

Analoghi, anche se meno spettacolari sviluppi hanno ridotto la necessità dei singoli privati di tenere riserve di cassa. Grande importanza hanno avuto al riguardo la creazione e il potenziamento del sistema di sicurezza sociale e dei vari programmi privati di previdenza e assistenza, quali il piano « Blue Cross », che hanno attenuato il bisogno di accantonamenti liquidi per eventi impreveduti. Un secondo fattore è stato il miglioramento dello « standing » creditizio di larghi strati della popolazione, dovuto all'aumento del reddito pro capite e alle positive esperienze fatte nel campo del credito al consumo. Ciò ha facilitato ad un sempre maggior numero di persone l'accesso al credito presso banche, dettaglianti e società finanziarie; anche la maggiore diffusione delle cosiddette carte di credito ha contribuito a rendere semplice e comodo il ricorso al credito.

Questi ed altri simili sviluppi del periodo postbellico hanno teso ad aumentare l'efficienza dei fondi d'esercizio. Le imprese, gli enti governativi e le persone fisiche hanno imparato a distribuire le loro attività liquide in modo da bilanciare il reddito ricavato con le eventuali perdite e con gli inconvenienti derivanti da conversioni in contanti. Quando, in un periodo di espansione economica, i tassi di interesse aumentano, diviene più allettante investire eccedenze temporanee di liquidità in strumenti del mercato monetario e in altre attività fruttifere aventi un alto grado di liquidità. Uno dei più notevoli fenomeni del dopoguerra è stato appunto lo sviluppo di strumenti di mercato e di combinazioni per l'investimento di quelli che abitualmente sono definiti « fondi oziosi ».

L'attrattiva di attività liquide fruttifere, facilmente convertibili in moneta praticamente senza rischi o perdite, aumenta con l'aumentare del livello dei tassi d'interesse. Peraltro, una volta conosciuti questi mezzi e queste opportunità, un gran numero di imprese, di enti governativi e di privati hanno continuato a farne uso anche dopo che i tassi d'interesse erano diminuiti. In tal modo, la crescente

tendenza ad investire fondi oziosi in strumenti del mercato monetario ha contribuito all'aumento della velocità di circolazione della moneta in questo dopoguerra. Contemporaneamente, l'aumento delle operazioni in cambiali del Tesoro e in altri strumenti del mercato monetario ha teso a controbilanciare il decremento dei pagamenti finanziari connessi con operazioni di borsa (10).

Esiste un limite massimo della velocità di circolazione?

Ci si chiede, di quando in quando, se la velocità di circolazione possa continuare ad aumentare o se non stia per raggiungere un valore limite. Evidentemente, dal momento che l'inoltro e l'incasso degli assegni richiedono un certo tempo e che la titolarità di conti bancari e l'utilizzo di crediti presuppongono la tenuta di saldi minimi presso le banche (i cosiddetti « compensating balances »), la velocità di circolazione della moneta è soggetta a limiti tecnici. Ma il progresso delle tecniche volte a ridurre le giacenze ha raggiunto il massimo?

Sette anni fa, i proff. Shaw e Gurley avevano espresso l'opinione che « in un paese finanziariamente progredito come gli Stati Uniti... i mutamenti strutturali (che influenzano la domanda di riserve di cassa per motivi di transazione) appartengono per lo più al passato » (11). Da allora, tuttavia, la velocità di circolazione è ulteriormente aumentata, all'incirca di un terzo. Nel suo più recente studio sulla velocità di circolazione, il prof. Selden ha a sua volta concluso che « ... sembra improbabile che la velocità aggregata di circolazione continui ancora per molto ad aumentare al tasso degli ultimi tempi, e non sarebbe affatto sorprendente che si manifestasse di nuovo la tendenza secolare alla diminuzione del periodo prebellico » (12).

A nostro avviso, è tuttavia estremamente improbabile che gli Stati Uniti abbiano già raggiunto uno stadio in cui si debba escludere la possibilità di ulteriori miglioramenti nella tecnica dei paga-

(10) Nel 1963 il volume dichiarato delle operazioni in titoli governativi ammontò a 429 miliardi di dollari. Nello stesso anno le vendite di azioni in tutte le Borse degli Stati Uniti ammontarono a circa 64 miliardi di dollari.

(11) *Op. cit.*, pag. 250.

(12) *Op. cit.*, pag. 533.

menti o nella gestione delle riserve di cassa. È verosimile invece che l'efficienza della gestione della moneta continui a migliorare, anche se non si debbono prevedere ulteriori sostanziali e rapidi progressi.

La concorrenza delle banche commerciali per i depositi a risparmio e i fondi oziosi.

Dalla fine della guerra le banche commerciali sono riuscite a potenziare la loro funzione di canale per l'avvio del risparmio all'investimento.

L'aumento della liquidità dei consumatori ha assunto, in notevole parte, la forma di uno spettacoloso aumento dei depositi vincolati presso le banche commerciali, anche perchè negli ultimi anni le banche hanno praticato un'attiva concorrenza per attirare il risparmio, offrendo tassi d'interesse più elevati o condizioni più appropriate. La competitività delle banche commerciali nei confronti di altri istituti di risparmio è stata rafforzata dall'aumento del tasso d'interesse massimo consentito per i depositi a risparmio (per le banche membri, sottoposte alla *Regulation Q*) al 3% all'inizio del 1957 (il primo aumento dopo ventun anni) e al 4% (per i depositi vincolati a un anno o più) nel 1962. Recentemente le banche commerciali delle principali città hanno fatto anche un deciso tentativo di riconquistare parte dei fondi liquidi o comunque temporaneamente eccedenti, che le imprese avevano investito, a causa del rendimento più elevato, in buoni del Tesoro, effetti di società finanziarie ed altri strumenti del mercato monetario. All'inizio del 1961 le banche della City di New York hanno infatti cominciato a emettere i cosiddetti « certificati di deposito » negoziabili, adatti per impieghi da parte delle imprese. Il volume in essere dei certificati è rapidamente aumentato, non appena le banche hanno cominciato ad emetterli in tutto il paese; attualmente il valore dei certificati, rilasciati a società, autorità straniere, enti locali ed altri detentori di grosse giacenze liquide, supera la cifra di 12 miliardi di dollari.

A questa graduale modificazione della struttura del passivo si è accompagnato un mutamento dell'attivo delle banche commerciali. Qui uno degli aspetti più importanti è stato l'aumento del peso del credito al consumo in senso lato. Negli ultimi anni i crediti ai privati per l'acquisto di automobili e di apparecchi vari, i finan-

ziamenti di spese personali (istruzione, viaggi, ecc.), i mutui fondiari per l'acquisto di abitazioni hanno costituito un terzo o più del valore globale del credito erogato dalle banche commerciali al settore privato dell'economia. I mutamenti della composizione dell'attivo delle banche (sulle cui particolarità non è possibile insistere in questa sede: accenno solo all'importanza del fatto che i mutui fondiari sono ammortizzati e, per gran parte, assicurati o garantiti da un ente governativo) sono di grande rilievo per valutare le recenti variazioni della liquidità bancaria, altro campo in cui è necessaria la massima prudenza nel confrontare dati di periodi diversi.

L'aumento dei depositi vincolati presso le banche commerciali pone interessanti problemi riguardanti la linea di condotta delle banche e la tecnica del controllo monetario. Tale sviluppo non ha però in alcun modo alterato la proprietà esclusiva della moneta di essere l'unico mezzo di pagamento e la base sulla quale poggia l'intera compagine della liquidità. Il recente aumento dei depositi vincolati ha potenziato la funzione di intermediari finanziari che le banche commerciali svolgono sempre più intensamente, accanto alla loro funzione primaria di tramite attraverso il quale si realizza la facoltà della banca centrale di creare moneta.

Il significato dell'aumento postbellico della liquidità non bancaria.

Il volume globale della liquidità del sistema economico (consumatori, imprese industriali e commerciali, settore agricolo), misurato con il metodo dei « flussi di fondi » (13), è quasi raddoppiato dalla fine della guerra. Quale relazione lega la liquidità e lo sviluppo economico? Come, esattamente, la liquidità determina la spesa nei vari settori dell'economia? Qual'è la relazione tra l'aumento della liquidità e l'aumento dell'indebitamento? Qual'è l'ottimo rapporto, in ciascun settore economico, tra liquidità e spesa? Quale volume di liquidità non bancaria è eccessivo?

Lo stato della teoria monetaria e delle conoscenze empiriche, intorno ai rapporti tra liquidità e sviluppo economico e stabilità, ha bisogno di ulteriori ricerche. Probabilmente, importanti pro-

(13) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts 1945-62* (1963 Supplement).

gressi possono essere compiuti impiegando l'analisi settoriale (14). Difatti, l'influenza della liquidità sulla spesa del consumatore non è uguale a quella esercitata sulla spesa dell'impresa. Una notevole quota delle attività liquide di un'impresa è destinata al pagamento di imposte ed è in realtà una riserva per gli oneri fiscali. Anche i fondi accantonati periodicamente per il pagamento di interessi e dividendi sono abitualmente tenuti in forma di attività liquide. Tutti gli studi, sia econometrici che di altra natura, individuano diversi fattori — non sempre necessariamente gli stessi — che determinano la spesa delle imprese statunitensi in impianti e attrezzature o in scorte; ma la liquidità aziendale (distinta dai flussi di cassa) non sembra sia fra le principali determinanti di tale spesa. La capacità di spesa del Governo federale, e delle altre amministrazioni pubbliche, dipende dai loro poteri d'imposizione e dalla possibilità di ottenere prestiti; non sembra essere influenzata in modo concreto dalla loro situazione di liquidità.

ATTIVITA' LIQUIDE (a) PER SETTORE - ANNI TIPICI
(Fine anno - miliardi di dollari)

Settore	1945	1953	1963
Consumatori (b)	153,6	205,5	368,0
Imprese non finanziarie	30,2	41,4	60,7
Compresi tutti i titoli governativi (c)	43,2	52,5	65,4
Attività liquide totali	183,8	246,9	428,7
Compresi tutti i titoli governativi posseduti dalle imprese (c)	196,8	258,0	433,4

(a) Comprende: depositi presso le banche commerciali; depositi presso le casse mutue di risparmio; « azioni » di « Savings and loan associations » (società per il credito edilizio); azioni di « credit unions » (organismi cooperativi di credito); titoli di mercato aperto; titoli del Governo degli Stati Uniti con scadenza entro un anno; « savings bonds » (buoni di risparmio); depositi postali (presso il « Postal Savings System »).

(b) Comprende anche i trust personali e le organizzazioni assistenziali e religiose senza fini di lucro.

(c) Comprende, oltre alle attività elencate nella nota (a), tutti gli altri titoli del Governo degli Stati Uniti, dato che i dirigenti d'impresa di solito autorizzano solo a tenere titoli con scadenza relativamente breve.

(14) Questo lavoro è oggi grandemente facilitato dalle statistiche fornite dalla rilevazione dei « flussi di fondi » del « Federal Reserve Board », da RAYMOND W. GOLDSMITH, *Financial Intermediaries in the American Economy Since 1900*, National Bureau of Economics Research, 1958, e da R. G. GOLDSMITH e R. E. LIPSEY, *Studies in the National Balance Sheet of the United States*, N.B.E.R., 1963.

L'aumento più spettacolare delle disponibilità liquide si è verificato nel settore dei consumatori. In realtà, l'aumento postbellico della liquidità mostra singolari divari. Le attività liquide tenute da imprese non finanziarie (cioè da imprese industriali e commerciali) sono cresciute, ad esempio, solo moderatamente dalla guerra in poi, più o meno in proporzione con il volume globale del fatturato. Negli ultimi dieci anni (1953-63) il loro aumento è stato inferiore al 25% (considerando liquidi tutti i titoli governativi tenuti da tali imprese; la percentuale sale verso il 47% se si considerano liquidi i titoli governativi con durata residua inferiore ad un anno). Per contro, le attività liquide globali dei consumatori sono cresciute all'incirca del 79% (e, in valore assoluto, notevolmente più che durante la seconda guerra mondiale). Rimane da decidere fino a che punto la preferenza dei consumatori per particolari categorie di attività debba essere attribuita alle caratteristiche di liquidità di tali attività piuttosto che a loro doti di comodità, o alla limitatezza delle emissioni di azioni ordinarie, o alla scarsità di occasioni di investimenti diretti in aziende o prestiti ipotecari. In altri termini, i singoli privati investono gran parte dei loro risparmi in depositi a tempo a causa del grado di liquidità di tali depositi o perchè le banche commerciali e gli istituti di risparmio offrono forme di deposito comodi e pagano tassi che riducono notevolmente l'interesse a cercare altri impieghi, meno pratici, per i risparmi personali? È anche oggetto di discussione se l'aumento postbellico delle disponibilità liquide dei consumatori sia più importante sotto l'aspetto della liquidità o sotto quello della ricchezza.

Un altro importante problema riguarda il rapporto tra l'aumento delle attività e l'aumento delle passività finanziarie. Fino a che punto l'effetto dell'aumento delle disponibilità liquide del consumatore è controbilanciato o neutralizzato dall'aumento dell'indebitamento individuale, in particolare sotto forma di debiti per consumo e di mutui fondiari? Di fatto, il valore globale dell'indebitamento dei consumatori è aumentato più rapidamente delle loro disponibilità liquide. Quale attendibilità possiamo attribuire all'ipotesi che un aumento della liquidità del consumatore tende per se stesso ad incrementare la spesa? La relativa stabilità del tasso di risparmio della popolazione totale degli Stati Uniti, in un periodo in cui il reddito familiare medio è andato aumentando quasi ininterrottamente e le disponibilità liquide dei consumatori si sono fortemente accresciute, pone una serie di interrogativi imbarazzanti. È questo

senza dubbio un altro campo fecondo per la ricerca empirica. Qualsiasi modello di comportamento del consumatore che tenga conto delle attività liquide non monetarie dovrebbe logicamente prendere in considerazione anche le attività non liquide e le posizioni debitorie. In senso ampio, questa impostazione comporta un'analisi dell'intero bilancio.

La diminuzione del peso della moneta nell'insieme della liquidità riduce la « portata » della politica monetaria?

Si è talvolta affermato che l'aumento (rispetto alle giacenze monetarie) delle attività finanziarie con alto grado di liquidità ha indebolito la capacità delle autorità monetarie d'influenzare efficacemente la liquidità del sistema e la spesa globale. Si è detto che le variazioni dei mezzi monetari, provocate dalle autorità monetarie, tendono ad essere neutralizzate, almeno in parte, da variazioni della velocità di circolazione della moneta e che queste ultime rappresentano una « scappatoia » dalle pressioni che le autorità monetarie tentano di esercitare. Una restrizione del credito — si osserva — provoca un aumento dei tassi d'interesse; questo aumento, a sua volta, porta a trasferimenti di fondi oziosi nelle mani di operatori attivi; ciò accresce la velocità di circolazione e quindi la spesa globale, in una misura che tende a frustrare i propositi delle autorità monetarie.

In apparenza, un aumento della velocità di circolazione in risposta ad una politica più restrittiva della Riserva Federale, che in genere è accompagnata da rialzi dei tassi a breve, può sembrare una neutralizzazione della pressione delle misure di politica monetaria. Di fatto, tale aumento fa parte del processo attraverso il quale l'effetto delle misure restrittive si propaga al di là dei confini del sistema bancario. Il risultato — conformemente alle intenzioni delle autorità monetarie — è una redistribuzione delle scorte di liquidità che rende massimo l'impiego dello stock esistente di moneta, e così trasmette gli effetti della restrizione a tutta l'economia.

È opinione ormai comune che la banca centrale deve preoccuparsi dell'intera struttura del credito e della liquidità del sistema e non semplicemente del volume e del comportamento dei mezzi monetari. Nel determinare la sua politica il « Federal Reserve System » prende in considerazione l'intera struttura della liquidità, eretta sulla

base dei mezzi monetari, e non solamente le variazioni dei mezzi monetari o del credito bancario.

La liquidità di ciascun detentore di attività a breve termine dipende dalla capacità dei mercati finanziari di convertire « quasi-moneta » in moneta con perdite minime o nulle. Il mercato monetario è il luogo — in senso metaforico — dove il contante è convertito in attività fruttifere a breve termine, e dove, contemporaneamente, altre attività sono convertite in contante. Con l'aumentare delle dimensioni e dell'efficienza del mercato monetario, i più importanti operatori sono divenuti sempre più sensibili a leggere variazioni dei tassi di rendimento e alla disponibilità di contante o di strumenti liquidi che detti tassi riflettono.

I possessori di attività finanziarie valutano continuamente i vantaggi relativi delle « quasi-monete », rapportando i rendimenti al grado di liquidità e al rischio di perdite (o alla possibilità di guadagni) in conto capitale al momento della conversione in moneta. Poiché la distribuzione delle attività liquide dei privati è fortemente influenzata dai rendimenti ottenibili, le autorità monetarie, agendo sui tassi di interesse, possono esercitare una potente azione sulla distribuzione della liquidità non bancaria fra la moneta ed i suoi sostituti più prossimi.

Divenuti gli aumenti di spesa sensibili a variazioni dei tassi d'interesse — si tratti sia di prestatori che di mutuatari —, gli effetti stimolanti di riduzioni e gli effetti restrittivi di rialzi dei tassi hanno esteso la portata della politica monetaria a tutta la compagine della liquidità. Il fatto fondamentale resta questo: che la decisione di collocare giacenze temporanee o fondi di riserva in impieghi redditizi è fondata sulla convinzione, giustificata da una continua esperienza, che tali impieghi in caso di improvvisa necessità possono essere sempre riconvertiti in moneta.

Per quanto riguarda le difficoltà che potrebbero sorgere per la politica monetaria in conseguenza di improvvisi e sostanziali mutamenti della propensione del pubblico a convertire attività liquide in moneta, l'esperienza degli ultimi anni ci offre motivi di ottimismo. Le persone singole variano — è vero — frequentemente la distribuzione delle loro disponibilità liquide fra mezzi monetari e sostituti della moneta (compresi i depositi vincolati presso la medesima banca); ma le serie storiche mostrano che tali variazioni hanno un alto grado di regolarità nel lungo periodo e nel ciclo. Durante il periodo postbellico, gli spostamenti fra moneta e quasi-moneta sono

stati graduali, piuttosto che improvvisi. Il mercato degli Stati Uniti ha subito, negli ultimi anni, una serie di scosse e di crisi, di origine sia interna che esterna, ma nessuna ha provocato sensibili mutamenti delle preferenze del pubblico per i diversi tipi di attività liquide, nè in alcun caso si è verificata una corsa alla conversione in contante.

È oggi largamente riconosciuto che, in paesi dotati di un mercato monetario sviluppato, l'offerta di moneta (cioè i mezzi monetari) ha due dimensioni: volume e velocità di circolazione. La banca centrale può agire solo sull'offerta, ma non sulla composizione o sull'uso della moneta. Le variazioni della velocità diventano quindi uno specchio in cui si riflettono le variazioni della situazione di liquidità dei diversi settori dell'economia. Esse riflettono le reazioni alle misure prese in passato dalle autorità monetarie e offrono la piattaforma per la determinazione di successive decisioni. Le variazioni della velocità di circolazione sono soltanto uno dei numerosi elementi che devono essere presi in considerazione nel formulare la politica monetaria. D'altra parte, esse sono una delle manifestazioni meglio rilevabili degli effetti di misure di politica monetaria.

Agendo sui mezzi monetari la banca centrale lascia al mercato il compito di distribuire il credito fra i diversi settori ed impieghi. Allo stesso tempo, variazioni del grado di scarsità del credito provocano variazioni dell'efficienza tecnica dell'uso della moneta. In certo senso, le variazioni della velocità di circolazione rivelano alle autorità monetarie come le loro misure impersonali abbiano effettivamente influito sulla situazione di liquidità del sistema, dopo che da parte dei vari settori e dei meccanismi che impiegano moneta si sono esaurite le reazioni iniziali al mutamento della politica monetaria.

Lungi dall'essere d'ostacolo all'attuazione di una politica monetaria, le variazioni della velocità di circolazione sono in realtà un altro aspetto del sistema di freni e contrappesi che caratterizza il funzionamento del nostro sistema economico. A volte, le autorità monetarie sono costrette ad agire con dosi tali che provocano temporanee perturbazioni nei punti iniziali d'applicazione. Ci vuol tempo prima che operazioni di mercato aperto o variazioni del tasso di sconto o della percentuale di riserva obbligatoria pervadano tutto il sistema creditizio. In tale situazione la velocità di circolazione funge da ammortizzatore e aiuta a smorzare e a diffondere gli effetti iniziali delle misure adottate. Le autorità monetarie, nella misura in cui conoscono la natura, l'estensione e la gamma possibile di tali

reazioni a catena, possono tener conto delle variazioni della velocità di circolazione al momento di stabilire l'ampiezza ed i tempi d'attuazione dei provvedimenti necessari.

Oggi, a più di dieci anni dall'« Accordo », malgrado l'enorme sviluppo degli intermediari finanziari e l'evoluzione di nuovi tipi di attività liquide, la Riserva Federale non ha ragione di temere di aver perduto in misura sensibile il suo potere di governare la moneta e il credito o di influenzare l'importante funzione che essi hanno nell'economia. Il rapido sviluppo degli istituti finanziari diversi dalle banche commerciali ha reso necessario per gli operatori non bancari di seguire con attenzione l'azione della banca centrale, poichè la loro possibilità di liquidare o investire col minimo rischio di perdita o di altre spese dipende dalla loro conoscenza delle tendenze del mercato monetario. E la Riserva Federale, che ha sempre cercato di esercitare la sua influenza proprio su questo punto della struttura finanziaria, trova ora più reattivo che mai il punto di pressione.

GEORGE GARVY