

Sulla neutralità della moneta creditizia

I. Premesse.

1. - Non sono mancati in questi ultimi tempi autorevoli incitamenti ad approfondire la conoscenza dei canali « attraverso i quali la moneta e gli strumenti della politica monetaria influenzano l'attività economica ». Ciò non solo per meglio penetrare nella « tenebrosa giungla delle frizioni, delle imperfezioni dei mercati e delle incertezze ». Ma anche « per sganciare la teoria monetaria dalla consueta analisi dell'equilibrio a breve termine, elaborata facendo astrazione dal processo di sviluppo » (1).

Nel presente scritto mi propongo appunto di aderire a siffatti incitamenti, seguendo, per altro, un approccio diverso da quello ormai prevalentemente invalso: mettendo, cioè, in evidenza che il sistema creditizio, visto nel suo insieme, oltre ad adempiere la funzione essenziale di concorrere a creare la liquidità del pubblico (2), adempie anche la funzione non meno essenziale di trasferire quote rilevanti del risparmio del pubblico stesso, non solo all'infuori di esso (e, cioè, verso il Tesoro e l'estero), ma anche nell'interno del suo ambito (e cioè, prevalentemente, dalle famiglie alle imprese). A questi effetti avremo da approfondire in che senso ed in che modo i trasferimenti di risparmio del pubblico possano influenzare la creazione di moneta creditizia e costituiscano anzi una delle fonti cui tale creazione va fatta risalire. Il che comporterà di mettere in risalto, in via preliminare, come il pubblico, anche quando la creazione di moneta interna vada fatta risalire alla iniziativa del sistema creditizio, possa influire, in senso limitativo, sul volume della mo-

(1) Così rispettivamente l'Ando ed il Modigliani (1,716), il Tobin (20,27) e il Johnson (8,377).

(2) Qui e in appresso viene inteso quale « pubblico » l'insieme del cosiddetto « settore privato » e precisamente l'insieme del settore delle famiglie (designato talvolta quale « consumer sector ») e del settore delle imprese (designato anche quale « business sector »), nel quale sono annoverate le imprese non finanziarie, sia private, sia pubbliche.

neta stessa e di mettere poi in risalto come, per propria iniziativa, esso possa anche influire, in senso creativo, sul medesimo volume.

Siffatto approfondimento, per altro, non costituisce, nel presente scritto fine a se stante: esso è rivolto piuttosto ad apportare qualche nuovo elemento nella discussione sulla neutralità della moneta e sulla efficacia della politica monetaria e creditizia. Discussione questa che si è tanto ravvivata dopo la esplicita introduzione della distinzione tra moneta « interna » (*inside*) e moneta « esterna » (*outside*). Intesa la prima quale moneta creata dal sistema creditizio a fronte di un indebitamento « interno » e cioè a fronte di un indebitamento del medesimo pubblico che detiene la moneta stessa. E intesa la seconda quale moneta creata dal sistema creditizio a fronte di un indebitamento « esterno » rispetto al pubblico e cioè a fronte di un indebitamento del Tesoro o dell'estero (oppure intesa quale « fiat money » e cioè quale moneta inconvertibile emessa dallo Stato) (3).

2. - Può ben dirsi, col Patinkin (12,100), essere stato « uno dei più significativi contributi di Gurley e Shaw, quello di aver messo in primo piano siffatta distinzione », impostando su di essa i tratti più tipici della loro opera. Con tale distinzione, infatti, essi hanno avuto modo di avvicinare gli schemi della teoria monetaria alla realtà nella quale oggi viviamo, lasciando da parte la tanto diffusa,

(3) La distinzione, come è risaputo, può farsi risalire al Kalecki (13,296, n.) ed al Metzler (11,97), sebbene nè l'uno nè l'altro abbiano adottato i termini « inside » ed « outside » espressamente coniatì, di poi, da J. G. Gurley ed E. S. Shaw (6,72). Invero il Kalecki ha sottolineato che per la moneta quale è divenuta ai tempi d'oggi e cioè per la moneta creditizia (costituita da crediti del pubblico nei confronti del sistema creditizio) occorre far distinzione tra quel tanto di essa avente per contropartita (« backed ») un corrispondente ammontare di crediti del sistema creditizio nei confronti delle famiglie e delle imprese e quel tanto di essa avente per contropartita un corrispondente ammontare di oro (10,132), senza soffermarsi a stabilire attraverso quali « canali », e cioè attraverso quali tipi di operazioni, viene a costituirsi la contropartita di crediti verso le famiglie e le imprese. Il Metzler, invece, si è soffermato ad ipotizzare che la contropartita dei crediti verso il pubblico venga costituita esclusivamente da crediti in forma di titoli (« securities ») acquisiti dal sistema creditizio attraverso operazioni di mercato aperto. Gurley e Shaw, di poi, hanno impostato la loro distinzione, come si deduce anche dai termini da essi coniatì, a seconda che la moneta creditizia sia controbilanciata (« counterbalanced ») nei bilanci del sistema creditizio da crediti « interni » o da crediti « esterni », come sopra precisato nel testo (nel quale sono tradotte in « latino » le definizioni di Gurley e Shaw) (6,73). Essi, per altro, hanno introdotto nella loro definizione l'ipotesi precedentemente formulata dal Metzler: hanno assunto, cioè, che la moneta interna sia « issued in payment for government purchases of private securities » (ivi), e cioè attraverso operazioni di mercato aperto, senza tener conto che, come diffusamente verrà chiarito nel testo, la moneta interna può essere emessa ed in realtà viene prevalentemente emessa attraverso operazioni formalmente e sostanzialmente diverse da quelle di mercato aperto.

ma non sempre fruttuosa « semplificazione » di presentare la moneta soltanto quale « fiat money », creata ad esclusiva discrezione delle autorità monetarie, come a suo tempo suggerito dallo Hicks proprio « per semplificare la teoria della moneta » (7,17).

Per altro, nella marcia di avvicinamento alla realtà odierna, essi si sono fermati a mezza strada. E precisamente, nel discutere se ed a quali condizioni la moneta possa essere considerata neutrale, e cioè nel discutere se le variazioni della quantità nominale di moneta possano influire permanentemente sulle variabili « reali » dell'economia, essi si sono limitati a considerare soltanto uno tra i diversi tipi di operazioni attraverso i quali può variare la quantità di moneta interna. Essi, cioè, hanno assunto che le variazioni delle quantità di moneta, in quanto si tratti di moneta interna, abbiano origine soltanto — come precisato nella nota precedente — da operazioni di mercato aperto, svolte ad iniziativa dell'istituto di emissione. E proprio questa impostazione, e cioè questa restrizione quanto alle possibilità di variazioni della quantità di moneta interna, comporta alcune particolari assunzioni che non rispecchiano esattamente la realtà odierna.

Quella impostazione, infatti, implica in primo luogo che — come da essi stessi sottolineato (6: 69, 74) — le variazioni nella quantità nominale di moneta interna, al pari delle variazioni nella quantità nominale di moneta esterna (6: 40, 54), vengano determinate dal sistema creditizio a propria discrezione, restando esclusa da siffatta determinazione ogni influenza del pubblico. Gurley e Shaw sono così venuti a prescindere dal fatto che, in generale, il pubblico — come vedremo in seguito — fa sentire la sua influenza, non solo sul valore, ma anche sul volume della moneta esistente. Essi, cioè, sono venuti a prescindere dal fatto che, specialmente nei periodi di espansione dell'attività economica, la creazione di moneta interna può avere origine, non solo per iniziativa del sistema creditizio, ma anche per iniziativa del pubblico. Ciò tanto più allorquando il pubblico viene ad avvalersi del sistema creditizio per affidare spontaneamente ad esso propri risparmi, che finiscono con l'essere trasferiti, appunto attraverso la intermediazione del sistema creditizio, non solo all'esterno, ma anche all'interno del pubblico stesso ed anzi non solo dalle famiglie alle imprese, ma anche tra singoli operatori (sia entro l'ambito delle famiglie, sia entro l'ambito delle imprese).

Quella impostazione implica poi, in secondo luogo, che la moneta interna venga immessa nei (o sottratta dai) « portafogli » del

pubblico soltanto in sostituzione di altre attività finanziarie, quali le « obbligazioni » emesse dalle imprese, acquistate (o vendute) dall'istituto di emissione attraverso le operazioni di mercato aperto (4). Essi sono così venuti a prescindere dal fatto che la moneta interna possa essere, come prevalentemente è nella realtà odierna, non solo « sostitutiva », ma anche ed anzi soprattutto « aggiuntiva » rispetto alle preesistenti attività finanziarie (5), attraverso diversi tipi di operazioni che in realtà hanno ben più ampia diffusione e, sotto gli aspetti « reali », ben più rilevanti effetti delle operazioni di mercato aperto. E appunto, nel prescindere da ciò, sono venuti ad assumere che gli aumenti della quantità di moneta interna non si accompagnino ad aumenti nella quantità dell'insieme delle attività finanziarie. Cosa questa che, pur potendosi verificare in casi particolari, come quello delle operazioni di mercato aperto, non si verifica di certo nel normale svolgimento delle espansioni monetarie, che nella realtà si accompagnano, in generale, ad espansioni in ogni altra forma di attività finanziarie.

3. - Una volta intesa la moneta interna non già nel suo ampio senso, coerentemente alle denominazioni ed alle definizioni adottate, ma soltanto in un particolare senso restrittivo (e cioè, ripetesi, quale moneta creata attraverso operazioni di mercato aperto), Gurley e Shaw hanno avuto la possibilità di sottoporre ad una penetrante revisione critica la posizione classica e neo-classica quanto alla neutralità della moneta. Ed anzi essi hanno ritenuto di poter rovesciare tale posizione quale, nel suo più rilevante significato, è stata affermata fin dallo Hume e dal Ricardo, via via attraverso il Marshall

(4) Ciò è stato messo in evidenza dal Metzler nell'avvertire che « this type of change » (e cioè « increase or decrease in the quantity of money through open market transactions of the central bank ») « consist of an exchange of one form of assets for another » (11,97).

(5) In generale vengono intese quali « attività finanziarie », in stretto senso, i crediti del pubblico verso il sistema creditizio, sia in forma di moneta o quasi-moneta (a vista o a breve termine), sia in obbligazioni o in qualsiasi altra forma (a medio o a lungo termine), nonché i crediti del pubblico verso il Tesoro o verso l'estero. Esse per altro possono anche essere intese in largo senso, includendo in esse i crediti di una parte del pubblico verso la parte restante, come i crediti delle famiglie verso le imprese per detenzione di obbligazioni.

Qui e in appresso, per concentrare l'attenzione sulle variazioni della quantità di moneta interna, si assume che le attività finanziarie quali crediti verso il sistema creditizio siano costituite esclusivamente da moneta, considerando un tutt'uno con essa la quasi-moneta (per quel tanto in cui questa risulti costituita da debiti del sistema creditizio) e prescindendo per altro dai debiti del sistema creditizio in qualsiasi altra forma. Si assume altresì che il pubblico non abbia dei crediti diretti verso il Tesoro o verso l'estero (come viene in evidenza negli schemi del par. seguente) o che comunque l'ammontare di siffatti crediti non varii nel decorso del tempo.

ed il Pigou, fino al Patinkin ed ai recenti rielaboratori della teoria quantitativa: nel senso — ripetersi — doversi escludere che le variazioni della quantità di moneta possano influire permanentemente sulle variabili « reali » della economia e principalmente sul tasso di interesse.

Secondo Gurley e Shaw, infatti, la moneta sarebbe neutrale qualora fosse composta esclusivamente da moneta interna o esclusivamente da moneta esterna. Ma, dato che nella realtà i due diversi tipi di moneta interna ed esterna, si ritrovano l'uno assieme all'altro, in proporzioni variabili, la moneta considerata nel suo insieme (così come viene considerata dal pubblico, che non è in grado di fare distinzione alcuna tra l'uno e l'altro tipo), non sarebbe più neutrale. Non sarebbe neutrale, cioè, anche nel caso in cui sussistessero tutte le condizioni man mano ipotizzate dai classici e dai neo-classici: qualora sussistesse, cioè, la perfetta flessibilità dei prezzi e dei salari, l'assenza di effetti distributivi (avuto riguardo specialmente a redistribuzioni di redditi provocate da variazioni del livello dei prezzi), la unitaria elasticità delle aspettative sull'andamento dei prezzi, nonché la assenza di illusione monetaria.

Questa conclusione che ha costituito uno dei tratti più significativi dell'opera di Gurley e Shaw può dirsi essere stata generalmente accolta, nelle sue linee essenziali, anche se la loro opera in altri suoi tratti ha formato oggetto di critiche assai incisive (6). Il generale

(6) Così, fra l'altro, a proposito di uno dei principali argomenti quale quello degli elementi essenziali per il governo della moneta, ha osservato il Patinkin che « once again their exposition is marked by imprecisions and errors, and by a consequent failure to see the full and deeper significance of the argument » (12,112).

Tuttavia lo stesso Patinkin, nella recente riedizione della sua opera fondamentale (13,298), ha esplicitamente accolto, sia pure con qualche contemperamento, la tesi della non neutralità della moneta creditizia, in quanto costituita, come realmente è costituita, da un insieme di moneta interna e moneta esterna. Scrive, infatti, il Patinkin, riferendosi (ivi, nella nota 30) alla dimostrazione datane da Gurley e Shaw e da Modigliani: « Needless to say, money is neutral in both cases (if all money is of the outside type or of the inside type). This neutrality need not hold, however, in an economy with both inside and outside money. For ... an increase in only one of these types of money ... will not yield a proportionately increased price level at an unchanged rate of interest. These results would obtain only if outside and inside money happen to increase in the same proportion ».

Invero anche il Patinkin ha definito la moneta interna quale moneta « based on the debt of endogenous economic units », in contrapposito alla moneta esterna « based on the debt of a unit ... exogenous in the economic system itself » (12,100-1; 13,295). Per altro, nell'analizzare gli effetti delle variazioni della quantità di moneta interna (specialmente in 12,107-8), il Patinkin ha considerato tali variazioni come se fossero dovute soltanto ad operazioni di mercato aperto (da lui già ampiamente trattate in apposita sezione della sua opera fondamentale: 13,293-4), senza considerare la eventualità di variazioni dovute ad altri tipi di

consenso non fa, per altro, venir meno la opportunità di riesaminare se la conclusione stessa rimane valida anche se la moneta interna viene intesa, come va intesa, non già nel particolare senso restrittivo cui — come poc'anzi precisato — si sono riferiti Gurley e Shaw, ma piuttosto nel suo più ampio senso, coerentemente alle denominazioni ed alle definizioni da essi stessi adottate. A questi effetti avremo appunto da approfondire le diverse possibilità di variazioni della quantità nominale di moneta interna, viste nel più ampio quadro delle variazioni dell'insieme delle attività finanziarie, ed avremo specialmente da considerare — a quel che si è detto fin dall'inizio — come i trasferimenti di risparmio effettuati spontaneamente dal pubblico attraverso il sistema creditizio possano costituire una fonte, tutt'altro che trascurabile, della creazione di moneta interna.

II. Le variazioni del volume della moneta interna.

1. - Per guardare più da vicino le diverse possibilità di variazioni della quantità nominale di moneta interna conviene ricorrere ad una schematizzazione dei bilanci del sistema creditizio e del pubblico, analoga sebbene non uguale a quella adottata dal Patinkin (13,296).

SISTEMA CREDITIZIO

Attivo		Passivo	
Obbligazioni emesse dalle imprese	100	Moneta interna	250
Altre debitoriali emesse dalle imprese e dalle famiglie . .	150		
Crediti verso il Tesoro in obbligazioni ed altre debitoriali	50	Moneta esterna	150
Crediti verso l'estero in oro e in divise	100		
	400		400

operazioni, con o senza trasferimenti di risparmi. Ed anzi (sia in 12,102, sia in 13,295) egli deliberatamente ha assunto come costanti sia il « discounted value of the income stream », sia l'ammontare dei « tangible assets », il che implica di escludere la formazione di risparmi e l'estensione degli investimenti. Ciò è ineccepibile dal punto di vista della coerenza logica, in quanto egli esplicitamente ha inteso limitare la sua analisi « to a stationary state » (12,102). Ma ciò non toglie che i presupposti su cui resta fondata la sua analisi vengano così a presentare un notevole distacco dalla realtà, il che potrebbe inficiare l'applicazione dell'analisi stessa ai casi concreti, specialmente nel quadro dello sviluppo economico.

PUBBLICO

Attivo		Passivo	
Investimenti in beni tangibili	350	Patrimoni per risparmi accumulati	500
Obbligazioni detenute dalle famiglie	150	Obbligazioni emesse dalle imprese	250
Moneta interna ed esterna	400	Altre debitoriali emesse dalle imprese e dalle famiglie	150
	900		900

È facile rilevare che in siffatti schemi:

— il bilancio del sistema creditizio (differenziato negli schemi del Patinkin in « privato » e « governativo ») (7) è consolidato in un unico schema;

— nel bilancio del sistema creditizio, come in quello del pubblico, le « obbligazioni » sono tenute distinte dalle « altre debitoriali », nelle quali vengono raffigurati i diversi tipi di debiti contratti dalle imprese (ed anche dalle famiglie) nei confronti del sistema creditizio (sotto forma di scoperti di conto, anticipazioni garantite, sconti di cambiali e così via). Ciò allo scopo di mettere in rilievo che in realtà (e comunque negli schemi adottati) solo le obbligazioni possono essere detenute alternativamente sia dal sistema creditizio, sia dal pubblico, mentre le « altre debitoriali » possono essere detenute esclusivamente dal sistema creditizio;

— rimane sottinteso che il pubblico, in analogia sebbene non in conformità a quanto ipotizzato da Gurley e Shaw (nel loro « secondo modello » (6,60), non intrattenga diretti rapporti di credito nè con il « Tesoro » (quale esponente del « governo » e della « amministrazione pubblica » in genere), nè con « l'estero », in quanto siffatti rapporti figurano soltanto nei confronti del sistema creditizio. Le « attività finanziarie » del pubblico risultano pertanto costituite soltanto — come si è già avvertito — dalla « moneta » nonchè dalle « obbligazioni » emesse dalle imprese, che si assume — ripetesì — possano essere detenute alternativamente sia dal sistema creditizio, sia dalle famiglie.

(7) Invero in un primo schema anche il Patinkin ha consolidato il bilancio del sistema creditizio, riferendolo ad un unico « settore governativo e monetario » (12,102).

2. - Da questi schemi vengono in evidenza due vincoli fondamentali che legano le diverse poste dei due bilanci.

Viene in evidenza anzitutto il « vincolo del pareggio del bilancio » (*budget restraint*), che si pone per ogni insieme dei diversi elementi che entrano nel bilancio di ogni soggetto economico (individuale o settoriale) o di un insieme di soggetti. Conseguenza da siffatto vincolo che, sia nel bilancio del sistema creditizio, sia in quello del pubblico, qualsiasi variazione di ogni singola posta, dell'attivo e del passivo, comporta che si abbiano, simultaneamente alla variazione stessa, una o più variazioni di segno opposto (se dal medesimo lato, dell'attivo o del passivo), o di segno uguale (se dal lato opposto), per un ammontare complessivo uguale all'ammontare della variazione originaria. Nel primo caso (di variazioni dal medesimo lato) l'ammontare complessivo dell'attivo e del passivo resta invariato, sicchè le variazioni vengono ad essere « sostitutive » (8). Nel secondo caso, invece, l'ammontare complessivo dell'attivo e del passivo varia nella stessa misura della variazione originaria, sicchè le variazioni vengono ad essere « aggiuntive » (9).

Viene poi in evidenza un altro vincolo, quale « vincolo del rovescio delle contrapposte posizioni », che si pone soltanto per le poste di carattere finanziario e cioè per le poste che raffigurano rispettivamente dei crediti o dei debiti in essere (10). Riguardo a tali poste è da considerare che ogni credito in essere, quale diritto ad una prestazione futura, implica necessariamente un corrispondente debito, quale obbligo a quella data prestazione: come ogni medaglia ha il suo rovescio, così ogni credito non può non avere, nello stesso tempo, all'infuori del bilancio cui si riferisce, un corrispondente debito del medesimo importo e delle medesime caratteristiche (di durata, di forma e così via). Il che va detto anche, in senso opposto, per ogni debito in essere, che non può non avere, nello stesso tempo, all'infuori del bilancio cui si riferisce, un corrispondente credito del me-

(8) Rientrano in questo caso — come si è detto — le variazioni dovute ad operazioni di mercato aperto, con correlativa creazione di moneta interna.

(9) Rientrano in questo secondo caso le variazioni dovute ad operazioni che, pur non accompagnandosi, come quelle di mercato aperto, a trasferimenti di risparmio, danno pur esse luogo — come vedremo meglio in seguito — a creazione di moneta interna, nonchè le variazioni dovute ad operazioni che si accompagnano a trasferimenti di risparmi e che, a lor volta, possono dar adito sia a creazione di moneta interna, allorché il trasferimento si realizzi nell'ambito del pubblico, sia a creazione di moneta esterna, allorché il trasferimento si realizzi all'infuori di detto ambito.

(10) Trattasi precisamente di tutte le poste del bilancio del sistema creditizio e di una parte soltanto delle poste del bilancio del pubblico.

desimo importo e delle medesime caratteristiche. Sicchè la raccolta e gli impieghi del sistema creditizio (11), per quel tanto in cui emergono nel bilancio del sistema stesso, quali debiti e crediti nei confronti del pubblico, debbono sempre trovare simultaneamente il loro rovescio nelle contrapposte posizioni del bilancio del pubblico quali crediti e debiti nei confronti del sistema stesso.

Gli effetti dei due vincoli si fanno avvertire simultaneamente, per quel che riguarda le poste di carattere finanziario. Per tali poste, cioè, si fa sempre avvertire la simultanea onnipresenza dell'uno e dell'altro vincolo, diversamente da quel che avviene per le poste di carattere « reale », quali gli investimenti in beni tangibili ed i risparmi accumulati, iscritti soltanto nel bilancio del pubblico. Ne consegue che, sebbene ove ci si potesse limitare a guardare soltanto il bilancio del sistema creditizio, gli elementi finanziari potrebbero apparire del tutto indipendenti dagli elementi reali, invece dato che, per il vincolo del rovescio delle contrapposte posizioni, occorre guardare simultaneamente anche il bilancio del pubblico, l'andamento degli elementi finanziari risulta collegato anche all'andamento degli elementi reali. E viene così in evidenza come il mondo finanziario, quale insieme di crediti in essere o in fieri, piuttostochè costituire un mondo a se stante, avulso dal mondo dei beni reali, si compenetri necessariamente in esso, trovando nell'andamento dell'attività economica in ogni suo aspetto e nelle scelte dei singoli « operatori », che costituiscono l'insieme del pubblico, le basi ed i limiti delle sue possibilità operative.

Nel mettere ciò in evidenza con riferimento al vincolo delle contrapposte posizioni si viene, in sostanza, ad asseverare da un diverso punto di vista quel che abitualmente si afferma dal punto di vista della contrapposizione tra domanda ed offerta. Contrapposizione questa che, come è ben noto, si pone non solo rispetto allo scambio, ma anche rispetto alla detenzione dei beni, quali attività

(11) La « raccolta » viene intesa qui e in seguito in senso più ampio di quanto generalmente è in uso nel gergo bancario: è intesa, cioè, quale raccolta dei crediti accordati dal pubblico al sistema creditizio, non solo sotto forma di moneta bancaria, quali i depositi, ma anche sotto forma di moneta legale, quali le banconote. Restano così esclusi i crediti eventualmente accordati al sistema creditizio sia dal Tesoro (nelle due forme anzidette), sia dall'estero.

Vengono esclusi anche dagli « impieghi » i crediti accordati dal sistema creditizio al Tesoro sotto forma di detenzione di obbligazioni o di altre debitoriali, nonché i crediti accordati all'estero, generalmente sotto forma di riserve monetarie in oro o in divise. Sicchè gli impieghi vengono intesi quale insieme dei crediti concessi dal sistema creditizio al pubblico, sotto forma di obbligazioni o di altre debitoriali.

patrimoniali, fra le quali appunto si fa ormai rientrare la moneta. E invero, col riferimento al vincolo delle contrapposte posizioni si viene ad asseverare che, agli effetti della determinazione dell'andamento della « raccolta » e cioè, di riflesso, agli effetti della determinazione dell'andamento delle attività finanziarie in mani del pubblico (sia nel loro insieme, sia per ciascuna delle componenti di esse, quali la moneta), non basta considerare la rispettiva offerta da parte del sistema creditizio, quale viene in evidenza nel bilancio del sistema stesso: occorre considerare anche la contrapposta domanda, che si rende effettiva in quanto trovi posto all'attivo del bilancio del pubblico. Ed è per questo che nei recenti svolgimenti della teoria monetaria si è venuti a dare sempre più esteso rilievo all'analisi della domanda. D'altra parte quel che vale per la « raccolta » vale anche, in senso inverso, per gli « impieghi » e cioè, di riflesso, per l'andamento delle passività a carico del pubblico, per le quali occorre considerare non solo la domanda da parte del sistema creditizio, ma anche la contrapposta offerta, che si rende effettiva in quanto trovi posto al passivo del bilancio del pubblico.

3. - La necessaria simultaneità della onnipresenza dei due vincoli sopra delineati fa sì che nei rapporti tra sistema creditizio e pubblico si abbiano persistentemente, agli effetti delle variazioni della quantità di moneta interna, due contrapposte « spinte », che si integrano vicendevolmente, da attribuire l'una alla iniziativa del sistema creditizio, che si manifesta — come vedremo in appresso — attraverso la contrapposizione dei crediti, e l'altra alla iniziativa del pubblico, che si manifesta attraverso la mobilitazione dei risparmi (12).

(12) Sebbene sia di spiccato interesse non perdere di vista che le due spinte si integrano vicendevolmente, tanto che in realtà si viene ad avere — come precisato in appresso — una inserzione di risparmi nella contrapposizione dei crediti ed una inserzione di autogenesi nella mobilitazione dei risparmi, tuttavia per meglio procedere nell'analisi delle due fonti di variazioni delle capacità di detenzione del pubblico — precisate in nota all'inizio del par. 5 — considereremo separatamente gli effetti della spinta impieghi-raccolta rispetto a quelli della spinta raccolta-impieghi. E precisamente nel considerare dapprima gli effetti della spinta impieghi-raccolta assumeremo che non si abbia, nel contempo, alcun trasferimento di risparmi, così come nel considerare di poi gli effetti della spinta raccolta-impieghi assumeremo che non si abbia, nel contempo, alcuna contrapposizione tra crediti dati e crediti ricevuti.

A questo proposito va, per altro, chiarito fin d'ora che la contrapposizione tra crediti dati e crediti ricevuti — sulla quale avremo da soffermarci specialmente nel par. 5 — quale contrapposizione « effettiva » riguardo ad un medesimo (singolo) operatore e ad una medesima (singola) azienda, ha carattere diverso dalla contrapposizione « formale » — considerata specialmente al par. 8 — quale viene in evidenza nel bilancio dell'insieme del pubblico

Per quel che riguarda l'iniziativa del sistema creditizio, occorre riandare alla spinta «impieghi-raccolta», ormai da tanti decenni intesa secondo lo *slogan* «i prestiti creano i depositi» (*loans make deposits*) (21,67), con il quale si è venuti a sintetizzare la concezione della cosiddetta creazione dei depositi bancari. Concezione questa basata sulla presunzione che sussista, in detta creazione, una ampia discrezionalità del sistema bancario, entro i limiti dettati dalla necessità del mantenimento di un adeguato ammontare di riserve in moneta legale (obbligatorie o facoltative). Si può allora affermare che, per quel tanto in cui questa concezione può essere considerata valida riguardo al sistema bancario (13), può anche essere considerata valida riguardo all'insieme del sistema creditizio (14).

Invero, per il vincolo del pareggio del bilancio, ogni aumento dei crediti concessi dal sistema creditizio al pubblico, quali emergono all'attivo del bilancio del sistema stesso, sotto forma di obbligazioni ed altre debitoriali da esso detenute, non può non costituire, al passivo del medesimo bilancio, una spinta al correlativo aumento della moneta interna (15), tanto più che, nella generalità dei casi, la concessione dei crediti si realizza contro rilascio (o accredito) di moneta. Senonchè, oltre a tener conto del primo vincolo, bisogna tener conto anche del secondo: occorre anche guardare se e come le variazioni degli impieghi e della raccolta, quali potrebbero emergere nel bilancio del sistema creditizio, per il necessario pareggio del bilancio stesso, possano riflettersi simultaneamente nel bilancio del pubblico, per il gioco del rovescio delle contrapposte posizioni. E, in relazione a siffatta necessità di guardare simultaneamente l'uno e l'altro vincolo, mentre il primo di essi lascia desumere quali possano essere virtualmente, ad iniziativa del sistema creditizio, le variazioni della quantità di moneta interna dovute all'influenza degli impieghi sulla rac-

ed in quello dell'insieme del sistema creditizio. Infatti dietro questa contrapposizione formale possono trovarsi — come verrà chiarito in detto par. 8 — non solo una molteplicità più o meno estesa di contrapposizioni effettive tra singoli operatori e singole aziende, ma anche una molteplicità di trasferimenti di risparmi inter-settoriali ed intra-settoriali, più o meno ingenti anche a seconda delle scelte del pubblico, riguardanti fra l'altro l'ammontare di risparmi che i singoli individui intendono affidare spontaneamente al sistema creditizio.

(13) Inteso quale insieme delle banche non creatrici di moneta «legale», in quanto creatrici soltanto di moneta «bancaria».

(14) Inteso quale insieme del sistema bancario e dell'istituto di emissione, nonchè degli istituti finanziari, caratterizzati dal non essere creatori di moneta, nè «legale», nè «bancaria».

(15) Ciò per quel tanto in cui l'aumento dei crediti concessi al pubblico non venga controbilanciato da diminuzioni autonome negli altri crediti verso il Tesoro o verso l'estero, che comporterebbero corrispondenti diminuzioni della moneta esterna.

colta, il secondo vincolo lascia desumere come l'influenza stessa possa essere delimitata dal comportamento del pubblico, che viene allora ad influire appunto quale elemento limitativo della iniziativa del sistema creditizio (16).

4. - Per questo è da escludere che ogni spinta degli impieghi possa sempre tradursi effettivamente in un corrispondente aumento della raccolta: non ogni «spinta» si risolve meccanicamente in un «effetto». Ciò in quanto il pubblico, pur potendo essere «indotto», non può essere «forzato» alla detenzione di una accresciuta quantità di moneta.

Ciò può ormai da tempo (17) essere considerato fuori discussione se per «quantità» si intende, non già la quantità «nominale» e cioè il volume della moneta, ma invece la sua quantità «reale» e cioè la consistenza delle giacenze monetarie (quali *real balances*). Infatti è ormai fuori discussione che il pubblico possa reagire alla forzatura di una accresciuta creazione di moneta (ed anzi in generale alla forzatura di una eccessiva creazione di attività finanziarie) al di là della sue «capacità di detenzione» e delle sue «preferenze» (18). E precisamente può reagire attraverso un innalzamento del livello dei prezzi, attribuibile ad un aumento nella velocità di circolazione della moneta (nonchè eventualmente attraverso un aumento del tasso d'interesse, attribuibile ad un abbassamento del prezzo delle obbligazioni). Allora la spinta iniziale degli impieghi verrebbe a rendersi, secondo le espressioni in altro senso già in voga, «sterile» o addirittura «abortiva».

Ma, oltretutto sul valore, quale quantità reale, il pubblico può reagire anche sul volume, quale quantità nominale della moneta in essere, come viene in evidenza allorquando, invece di presupporre, come generalmente si presuppone, che ci si trovi in un sistema

(16) Per un più ampio svolgimento della influenza del pubblico sulla determinazione del volume e non solo del valore della moneta, mi sia consentito rinviare alla mia *Economia Creditizia* (3:69-89, 127-162; cap. 1° della parte II, B e cap. 2° della parte III).

(17) E precisamente fin da quando il Robertson enunciò la sua «terza proposizione», nelle *Theories on Banking Policy* del 1928, così formulata: «The bank determine how much money shall be outstanding, but it is the public which determines, through the habits which it adopts as regards the hoarding and spending of money, what that amount of money shall be worth» (16,42).

(18) O, secondo le espressioni di altri tempi, al di là del suo «power» e della sua «willingness».

economico ermeticamente chiuso, si tien conto che in realtà non si può non avere, a seconda degli ordinamenti istituzionali, una convertibilità più o meno ampia, attraverso la quale il pubblico può anche reagire ad ogni forzatura delle sue capacità di detenzione e delle sue preferenze (19).

Sono perciò due, e non una, le vie attraverso le quali il pubblico può far sentire la sua influenza limitatrice della iniziativa del sistema creditizio: può farla sentire non solo sul valore, ma anche sul volume della moneta e delle altre attività finanziarie in genere. Le due eventualità, anzi, possono realizzarsi congiuntamente l'una con l'altra sia pure in misura contrapposta. Infatti, tanto più aperte sono le possibilità di influenza sul volume della moneta in essere, in relazione anche agli ordinamenti istituzionali, tanto meno si fa sentire l'influenza sul valore della moneta stessa, mentre, in senso inverso, tanto più elevata è la flessibilità dei prezzi (ed anche del tasso d'interesse) rispetto alle variazioni della quantità di moneta (e delle altre attività finanziarie) tanto meno si fa sentire l'influenza sul volume.

Per altro, una volta ammesso, come è ormai da tempo fuori discussione, che la detenzione di moneta va considerata alla stessa stregua della detenzione di qualsiasi altra attività finanziaria ed anzi di qualsiasi altro bene, è anche da ammettere che nella detenzione di moneta giochi la contrapposizione tra domanda ed offerta, alla stessa stregua di come gioca — a quel che si è accennato nel precedente paragrafo 2 — per ogni altro bene. Sicchè, come per ogni altro bene, anche per la moneta dovrebbe essere (ed anzi da tempo avrebbe dovuto essere) fuori discussione che l'equilibrio fra domanda ed offerta si realizza non solo attraverso le variazioni dei prezzi, fino alla determinazione del valore complessivo della moneta detenuta dal pubblico, ma anche attraverso le variazioni delle quantità, fino alla determinazione del volume di moneta che in definitiva viene ad essere domandata ed offerta.

5. - Comunque se è da escludere — ripetesi — che ogni spinta degli impieghi possa sempre tradursi in un corrispondente « effetto » sulla raccolta, non è da escludere che, a seconda delle circostanze,

(19) Un più approfondito svolgimento di queste argomentazioni è stato da me esposto in apposito scritto su *L'influenza del comportamento del pubblico sulla creazione di liquidità* (5,488-94).

questo effetto finisca col realizzarsi, sia pure parzialmente. Ciò soprattutto in quanto le « capacità di detenzione » del pubblico possono essere influenzate dalla spinta degli impieghi (20).

Possono farsi valere in questo senso le considerazioni sulla cosiddetta « produttività » del credito, tanto se la produttività viene intesa nel senso tradizionale, come, ad esempio, veniva intesa dal Ferrara, quanto se viene intesa in senso keynesiano (5, 9) (21). Le une e le altre considerazioni conducono, infatti, ad ammettere, per un verso o per l'altro, che l'espansione del credito in ogni sua forma e quindi anche l'espansione degli impieghi del sistema creditizio possa esercitare una sostanziale influenza, più o meno intensa a seconda delle circostanze, sul processo di formazione del reddito e dei correlativi

(20) Non va perduto di vista, a questo proposito, che un aumento della quantità di moneta interna, allorché si tratta di variazione « aggiuntiva » rispetto alle preesistenti attività finanziarie, può trovare posto nel bilancio del pubblico ossia può essere detenuto dal pubblico, solo in quanto (a prescindere da una diminuzione delle altre attività) aumenti, almeno nella medesima misura, la capacità di detenzione del pubblico stesso. Proprio per questo conviene introdurre nell'analisi del comportamento del pubblico la nozione di « capacità di detenzione », riferita all'insieme delle attività finanziarie, quale nozione che è ben diversa da quella di « capacità di acquisto », che si riferisce alle attività finanziarie aventi la caratteristica di moneta (o quasi-moneta) viste appunto quali mezzi di acquisto.

Come precisato man mano nel testo le capacità di detenzione del pubblico possono essere alimentate da due fonti: sia dall'ammontare (lordo) dei debiti da esso contratti nei confronti del sistema creditizio (che emergono al passivo del bilancio del pubblico stesso quali obbligazioni ed altre debitoriali emesse), sia dalla eccedenza dei risparmi accumulati sugli investimenti effettuati e cioè dal cosiddetto « avanzo finanziario », che si identifica con l'ammontare dei risparmi trasferiti attraverso il sistema creditizio (in quanto si assuma, come effettivamente si è assunto nei nostri schemi, che il pubblico non intrattenga diretti rapporti nè con il Tesoro, nè con l'estero).

Comunque l'introduzione del concetto di « capacità di detenzione », applicabile a ciascun singolo individuo (così come all'insieme di ciascun settore), consente di chiarire, fra l'altro, in che cosa realmente consiste il risultato dei risparmi per i singoli individui (o per i singoli settori). Per questi, infatti, non vale quel che si può far valere per l'insieme del sistema economico, per il quale si può ben affermare che il risultato del risparmio emerge quale investimento o addirittura che « aggregate real saving and aggregate real investment are two names for the same thing » (14,43). Per i singoli individui, invece, si può piuttosto affermare che il risultato del risparmio emerge quale « capacità di detenzione ». Più precisamente anzi il risparmio emerge quale componente di detta capacità di detenzione, che trova posto nel passivo del bilancio del pubblico, nonchè dei singoli individui che ne fanno parte, sotto la voce « patrimonio per risparmi accumulati » in contrapposto agli « investimenti in beni tangibili » (la cui differenza viene intesa — ripetesi — quale « avanzo » o « disavanzo » finanziario). Viene così meglio in chiaro che, rispetto ai singoli individui, risparmi ed investimenti non costituiscono una identità: tanto meno sono « due nomi per la stessa cosa ».

(21) A stretto rigore, queste considerazioni andrebbero svolte nel quadro della spinta raccolta-impieghi, dato che implicano di tener conto della formazione di risparmi e dei relativi trasferimenti.

risparmi e quindi anche, di riflesso, sulla raccolta dei crediti offerti al sistema creditizio da parte del pubblico (22).

Sempre nel medesimo senso, e cioè quanto all'influenza della spinta degli impieghi sulle capacità di detenzione del pubblico, si possono poi far valere considerazioni di altro genere, le quali, a differenza di quelle sulla produttività del credito, riguardano non già ogni tipo di moneta (compresa finanche la « fiat money »), ma soltanto la moneta interna. La quale — stando alle definizioni già precisate — viene ad avere come caratteristica una immanente contrapposizione tra il complessivo ammontare dei crediti concessi dal sistema creditizio al pubblico e una corrispondente quota parte dei crediti accordati dal pubblico al sistema creditizio mediante detenzione di moneta, che viene appunto per questo denominata « interna ». Viene, cioè, ad aversi come caratteristica, in quanto moneta interna, una contrapposizione tra crediti ricevuti dal pubblico e crediti dati dal pubblico stesso.

A questo proposito è da considerare che ogni operatore, sia del settore famiglie, sia del settore imprese, nel ricevere credito da una azienda di credito (23), viene ad accrescere le proprie capacità di detenzione ed è così messo in grado di accordare credito alla azienda stessa, dando luogo ad una contrapposizione di crediti nella stretta cerchia di una singola azienda e di un singolo operatore (24). Si possono così realizzare, per le accresciute capacità di detenzione del

(22) Questo modo di intendere la produttività del credito, quale adombrata anche dallo Schumpeter (17,159), non implica di accettare la tesi sostenuta, sulla scia del Keynes, da tutti coloro i quali, interpretando l'uguaglianza tra insieme dei risparmi ed insieme degli investimenti, non già quale tendenza (=), ma quale identità (\equiv), assumono che possa bastare spingere gli investimenti reali per promuovere un aumento dei risparmi in misura adeguata a sostenere gli investimenti stessi.

(23) Quale « azienda di credito » viene qui intesa qualsiasi componente del sistema creditizio, sia banca ordinaria (o cassa di risparmio), sia banca centrale, sia istituto finanziario e così via.

(24) È questo quel che avviene nella fase di primo avvio della cosiddetta creazione dei depositi bancari, allorché il corrispettivo del credito concesso da una banca ad un suo cliente viene accreditato in un conto al nome del beneficiario del credito stesso. Questi allora viene a sua volta ad accordare credito alla banca per quel tanto in cui si astiene dal ritirare il ricavo del credito in contanti, lasciandolo depositato in banca. Si ha così, simultaneamente, tanto per la banca quanto per il cliente, una contrapposizione tra crediti ricevuti e crediti dati, per un medesimo importo, conclusa in un « circuito chiuso » entro la stretta cerchia di una singola banca e di un singolo suo cliente. E, sia pure in via eccezionale, la simultanea contrapposizione tra crediti ricevuti e crediti dati si verifica per gli impieghi effettuati dagli istituti finanziari e specialmente dagli istituti di credito fondiario, allorché i prestiti alla clientela vengono da essi regolati con la consegna di proprie obbligazioni (quali « le cartelle »), piuttostochè con versamento di contante.

pubblico dovute ad impieghi del sistema creditizio, aumenti della moneta interna per « autogenesi » e cioè senza variazione alcuna negli elementi reali quali i risparmi e gli investimenti (25). Per altro l'autogenesi, in quanto la si consideri nella stretta cerchia di una singola azienda di credito e di un singolo beneficiario degli impieghi da essa effettuati, appare piuttosto effimera, se non addirittura « fittizia », ed ha comunque carattere precario. Ma se, invece di riferirsi a quel che avviene nella stretta cerchia fin qui considerata, ci si riferisce all'insieme del sistema creditizio ed all'insieme del pubblico, si arriva a constatare che l'aumento delle capacità di detenzione del pubblico, per effetto della spinta degli impieghi, e la correlativa creazione di moneta interna possono non avere, come in realtà non hanno, carattere precario.

Ciascun operatore, infatti, nell'accrescere le proprie capacità di detenzione, per effetto del credito ricevuto da una azienda di credito, può utilizzare l'accresciuta capacità non solo col dar credito (in un primo tempo) all'azienda stessa, ma anche col dar credito (sia pure in un secondo tempo) ad altri operatori. E questi operatori nel ricevere credito dal primo vengono a loro volta ad essere in grado di dar credito ad altri, semprechè venga mantenuto in essere il credito ad essi accordato. E si vengono allora a formare catene più o meno lunghe di rapporti creditizi, attraverso un continuo « susseguirsi » di distinte operazioni di credito, con le quali chi riceve credito da chicchessia con una qualsiasi operazione (passiva) viene a sua volta a dar credito a chiunque altro, con una o più operazioni (attive), anche diverse dalle antecedenti (per importo, durata, forma e così via) (26). Invero — come si è poc'anzi avvertito (nella penul-

(25) Si avrebbero, cioè, secondo una espressione adottata da Gurley e Shaw ad altro proposito, « purely financial transactions not directly concerned with the transmission of saving from one sector to investment in another » (6,60). Transazioni queste che vengono specialmente in evidenza nei rapporti internazionali, allorché si presentano quali « operatori » le banche centrali concedendosi « crediti reciproci » (« cross credits », quali « reciprocal credit facilities » o « swaps »), che servono per lo più ad irrobustire, in particolari circostanze, le riserve valutarie, mediante una vera e propria creazione di crediti per autogenesi e cioè per contrapposizione tra crediti dati e crediti ricevuti, senza alcuna connessione con i risparmi dei rispettivi paesi.

Per questo l'autogenesi viene intesa quale creazione dei crediti dal « nulla ». Per altro le attività finanziarie, sotto qualsiasi forma, possono essere create dal nulla solo in quanto si risolvano nel nulla e cioè senza alcun investimento in beni tangibili. Infatti qualsiasi investimento di attività finanziarie create per autogenesi farebbe venir meno la contrapposizione tra crediti dati e crediti ricevuti.

(26) Il susseguirsi delle « operazioni di credito » ha carattere diverso dal flusso dei « crediti in essere ». Infatti il flusso dei crediti in essere da un operatore all'altro, quale si

tima nota) — la catena delle contrapposizioni tra crediti dati e crediti ricevuti viene ad essere interrotta allorché chi riceve il credito se ne serve, non già per dar credito ad altri, ma per effettuare investimenti in beni tangibili (27). Per altro, fin quando ciò non accade la catena delle contrapposizioni all'infuori del sistema creditizio viene ad allungarsi ed eventualmente anche a frazionarsi, per finire prima o poi col concludersi, sia pure frazionatamente, nei confronti del sistema stesso, se ed in quanto il credito ricevuto da un operatore venga accordato ad una azienda di credito, anziché ad altro operatore. Si finisce allora col dar luogo, con un più largo raggio, alla formazione di quel circuito chiuso che abbiamo inizialmente esemplificato nella stretta cerchia di una singola azienda di credito e di un singolo operatore (28). Ne risulta così, in definitiva, un aumento delle capacità di detenzione del pubblico nei diretti confronti del sistema creditizio e di riflesso la possibilità di un aumento nella detenzione di moneta interna, per un ammontare corrispondente all'ammontare del maggior credito originariamente concesso dal sistema creditizio al pubblico attraverso l'aumento degli impieghi.

In sostanza, con il susseguirsi delle operazioni di credito fino alla chiusura di esse nei confronti del sistema creditizio, viene ad essere soddisfatto il vincolo delle contrapposte posizioni: l'originaria iniziativa del sistema creditizio attraverso l'aumento degli impieghi finisce con l'incontrare l'adesione del pubblico che viene a manifestarsi con la maggiore detenzione di moneta interna. E appunto con

può tipicamente esemplificare nella circolazione delle banconote e nei giri-conto dei depositi bancari, non dà luogo ad alcuna variazione nel volume dei crediti stessi. Invece il susseguirsi delle operazioni di credito può concludersi — come viene poi prospettato nel testo — con un aumento nella detenzione di moneta da parte del pubblico stesso.

(27) Si potrebbe allora presentare l'alternativa di addivenire, anche attraverso il gioco delle variazioni del livello dei prezzi e del tasso d'interesse, ad un contenimento del nuovo investimento oppure ad una riduzione di quelli già in essere, come più agevolmente può avvenire, e generalmente avviene, per variazioni nella consistenza delle scorte. Per altro — come avremo da considerare in appresso — si può avere nel contempo una creazione di attività finanziarie aventi origine da trasferimenti di risparmi ad iniziativa del pubblico, che verrebbe allora a sostituirsi alla creazione ad iniziativa del sistema creditizio per contrapposizione di crediti.

Sia nell'una sia nell'altra eventualità, si verrebbe a ristabilire l'inderogabile pareggio tra risparmi ed investimenti per l'insieme del sistema economico: sia « per sottrazione » nel primo caso, sia « per addizione » nel secondo caso.

(28) L'allungamento della catena delle contrapposizioni all'infuori del sistema creditizio comporta una dilatazione nei crediti inter-settoriali (dalle famiglie alle imprese o viceversa) e intra-settoriali (tra singoli operatori entro l'ambito delle famiglie o delle imprese), ma non già una dilatazione delle attività finanziarie, almeno fin quando queste vengono intese in stretto senso quali crediti nei confronti del sistema creditizio.

la chiusura ora delineata ritorna a presentarsi un aumento di attività finanziarie per autogenesi, e cioè — ripetesi — senza variazione alcuna negli elementi reali quali i risparmi e gli investimenti. Autogenesi che, in questo caso, non ha più il carattere precario di cui si è detto riguardo alla chiusura nella stretta cerchia di una singola azienda di credito e di un singolo operatore. Infatti l'allargamento del raggio del circuito chiuso comporta che, pur restando debitore del sistema creditizio il beneficiario degli impieghi di una qualsiasi azienda creditizia, il creditore verso la medesima o altra azienda viene ad essere un operatore diverso da quel beneficiario.

Resta così confermato che la spinta degli impieghi per iniziativa del sistema creditizio, nell'influenzare le capacità di detenzione del pubblico, può tradursi a seconda delle circostanze in un corrispondente effetto sulla raccolta. Tale possibilità, per altro, può effettivamente realizzarsi sempreché il pubblico consenta, attraverso le sue preferenze e le correlative scelte, di avvalersi delle accresciute capacità per dar credito ad altri, e in definitiva al sistema creditizio, piuttosto che per effettuare direttamente degli investimenti in beni tangibili (29).

6. - L'analisi particolareggiata fin qui svolta lascia desumere anzitutto come restino aperte al sistema creditizio molteplici possibilità di influire, con la propria iniziativa, sul volume della moneta interna. Lascia, cioè, desumere come, anche se si prescinde dalle operazioni di mercato aperto, l'influenza del sistema creditizio possa esplicarsi attraverso le molteplici operazioni che abbiamo sottinteso sotto la voce « impieghi » e che in realtà si snodano, dal punto di

(29) Le preferenze e le scelte accennate nel testo non rientrano fra quelle cui è stato dato ampio rilievo nei recenti sviluppi della teoria monetaria, specialmente attraverso il « portfolio approach ». Nel testo, infatti, non si considera se e come le scelte del pubblico (visto nell'insieme o nelle sue componenti) possano far preferire un dato tipo di attività finanziarie (quali, ad esempio, la moneta) ad altro tipo di attività (quali, ad esempio, le obbligazioni emesse dalle imprese). Si considera, invece, se e come quelle scelte possano far estendere o meno le capacità di detenzione del pubblico e si finisce così con l'osservare che le scelte stesse possono dar luogo o meno ad aumenti nelle quantità di moneta, non solo quale moneta « sostitutiva », ma anche quale moneta « aggiuntiva ».

Infatti una espansione delle capacità di detenzione del pubblico dovuta ad accresciuto indebitamento (lordo) del pubblico stesso verrebbe ad essere contenuta, con conseguente contenimento delle possibilità di aumenti di moneta « aggiuntiva », o quanto meno potrebbe essere soltanto nominale, qualora il pubblico — come reiteratamente avvertito — preferisse utilizzare le accresciute capacità di detenzione in investimenti in beni tangibili non accompagnati, in via autonoma, da adeguati trasferimenti di nuovi risparmi attraverso il sistema creditizio.

vista operativo, nell'incessante processo di « diversificazione » che ha investito, a un tempo, le operazioni « attive » di impiego, non meno di quelle « passive » di raccolta.

In questo processo di diversificazione hanno acquistato pieno diritto di cittadinanza le operazioni di mercato aperto, la cui esecuzione per altro è pressochè esclusivamente riservata all'istituto di emissione, soprattutto quale governatore dell'andamento della liquidità del sistema bancario e, di riflesso, dell'andamento della liquidità dell'insieme del sistema economico. E specialmente sotto questo aspetto ha assunto spiccato interesse analizzare gli effetti delle operazioni di mercato aperto, non solo dal punto di vista tecnico, ma anche ed anzi soprattutto dal punto di vista economico. È venuta, così, a presentarsi l'esigenza di analizzare se ed in che modo le operazioni di mercato aperto possano far ristabilire l'equilibrio monetario, interno ed esterno, ogni qualvolta venga turbato oppure se, viceversa, esse possano dar adito a tendenze disequilibratrici. E specialmente è venuta in primo piano l'esigenza di analizzare se le operazioni di mercato aperto possano influire permanentemente sulle variabili « reali » dell'economia, menomando così la neutralità della moneta (30).

Per altro, in quanto ci si proponga di stabilire se l'insieme della moneta creditizia di cui oggi realmente ci serviamo, quale « misto » di moneta interna ed esterna, sia o meno da considerare neutrale, non ci si può riferire soltanto, per quel che riguarda la moneta interna, alle operazioni di mercato aperto. Bisogna non perdere di vista che siffatte operazioni non rappresentano l'unica via e neppure la via principale attraverso la quale può variare il volume della moneta interna e, di riflesso, la proporzione della moneta interna rispetto alla moneta esterna. Ciò soprattutto se ci si riferisce, come ci si deve riferire, alla realtà odierna e si tiene allora conto che, nel quadro dello sviluppo economico, la moneta interna viene ad essere — ripetersi — non solo « sostitutiva » ma anche ed anzi soprattutto « aggiuntiva » rispetto alle preesistenti attività finanziarie.

L'analisi fin qui svolta lascia desumere inoltre che le variazioni nel volume della moneta, anche se interna, si ricollegano non solo alla condotta del sistema creditizio, ma anche al comportamento del

pubblico, di modo che in definitiva quelle variazioni risultano ancorate, più o meno strettamente, ai trasferimenti di risparmio. Ed è ovvio che siffatto ancoramento viene in maggiore evidenza se si considera che le variazioni nel volume della moneta possono aver luogo non solo ad iniziativa del sistema creditizio, ma anche ad iniziativa del pubblico. Se si considera, cioè, che il pubblico — come inizialmente accennato — può influire sul volume della moneta interna, non solo in senso limitativo, ma anche in senso creativo.

7. - Siffatta influenza del pubblico, in senso creativo, viene per lo più disconosciuta, esplicitamente o meno, da tutti coloro i quali ritengono, come Gurley e Shaw (6: 40, 54, 69, 74), che il pubblico non possa influire sulla determinazione della quantità nominale di moneta, specialmente in detto senso creativo. Eppure considerazioni simmetriche a quelle svolte per mettere in luce come il sistema creditizio possa dar luogo, di propria iniziativa, a variazioni in detta quantità nominale, attraverso la spinta degli impieghi sulla raccolta, consentono di stabilire, in senso inverso, come il pubblico possa dar luogo, di propria iniziativa, a variazioni nella quantità nominale di moneta, attraverso la spinta della raccolta sugli impieghi.

Per darne la dimostrazione non è necessario riadattare punto per punto quel che si è detto sulla spinta impieghi-raccolta, avuto soprattutto riguardo al simultaneo gioco dei due vincoli fondamentali che legano l'attività del sistema creditizio al comportamento del pubblico. Basta considerare, in termini generali, che quella spinta degli impieghi sulla raccolta si manifesta quale accresciuta offerta di moneta da parte del sistema creditizio e si risolve in accresciuta domanda di moneta da parte del pubblico, che a sua volta finisce col dar luogo ad una accresciuta raccolta da parte del sistema creditizio. Così, inversamente, la spinta della raccolta sugli impieghi si manifesta quale accresciuta domanda di moneta da parte del pubblico, e più precisamente anzi quale accresciuto tesoreggiamento di moneta (31), e si risolve in accresciuta offerta di moneta da parte

(30) Questa analisi — come già precisato in nota al par. 3 delle Premesse — è stata svolta dal Pasinkin prima di passare a considerare la esistenza di moneta interna, sebbene anche egli abbia poi seguito Gurley e Shaw nel far risalire le variazioni di moneta interna esclusivamente ad operazioni di mercato aperto.

(31) In questo caso, dato che deliberatamente si è stabilito (in nota al par. 3) di prescindere dalla contrapposizione tra crediti dati e crediti ricevuti, la domanda di moneta non può che essere alimentata da trasferimenti di risparmio. A fronte del tesoreggiamento di moneta si ha pertanto un tesoreggiamento di risparmio in forma monetaria: si ha, nello stesso tempo, offerta di risparmio contro domanda di moneta (la quale poi — come detto nel testo — si risolve in offerta di moneta).

del sistema creditizio, che a sua volta finisce col dar luogo ad accresciuti impieghi da parte del sistema stesso.

Per sommi capi si può dire che, sempre in simmetria a quanto precisato per la spinta impieghi-raccolta, ogni aumento della domanda di moneta da parte del pubblico, quale tendenza ad estendere i crediti da esso accordati al sistema creditizio, sotto forma di moneta, aumentandone così la raccolta al passivo del bilancio del sistema stesso, non può non comportare, per il vincolo del pareggio del bilancio, una spinta al correlativo aumento degli impieghi, quali emergono all'attivo di quel bilancio. Invero questa spinta della raccolta sugli impieghi può realizzarsi solo per quel tanto in cui l'aumento della raccolta non si risolve in un aumento dei crediti concessi dal sistema creditizio al Tesoro od all'estero e, cioè, in quest'ultimo caso, solo per quel tanto in cui non si risolve in un aumento delle riserve monetarie. Inoltre, così come, agli effetti della realizzazione della spinta impieghi-raccolta, va tenuto conto della influenza, in senso limitativo, del comportamento del pubblico, così pure, agli effetti della realizzazione della spinta raccolta-impieghi, va tenuto conto della influenza, in senso limitativo, della condotta del sistema creditizio. Va tenuto conto, cioè che l'aumento degli impieghi sotto la spinta della raccolta può realizzarsi solo per quel tanto in cui le scelte del sistema creditizio, nel quadro delle direttive delle autorità monetarie, facciano preferire di utilizzare l'accresciuto « potenziale » di credito del sistema stesso in impieghi nei confronti del pubblico (32), piuttostochè in un aumento delle riserve monetarie o in un aumento dei crediti al Tesoro.

Per questo, sempre in simmetria a quanto avvertito per la spinta impieghi-raccolta, è da escludere che ogni spinta della raccolta possa sempre tradursi effettivamente in un corrispondente aumento degli impieghi. Non ogni « spinta » — ripetesi — si risolve meccanicamente in un « effetto ». Il che, per altro, può affermarsi anche per i più tipici effetti ormai tanto in voga, quali, ad esempio, il « *wealth effect* » ed il « *real balance effect* », da intendere appunto quali spinte, i cui effetti risultano più o meno realizzabili, a seconda di molteplici circostanze.

(32) Il che a sua volta implica, per il vincolo del rovescio delle contrapposte posizioni, che il pubblico sia disposto ad accrescere il suo indebitamento nei confronti del sistema creditizio. Condizione questa divenuta ormai di comune dominio, anche per la diffusione della parabola del « cavallo che non beve ».

8. - Naturalmente la simmetria cui abbiamo dato tanto rilievo non esclude che le due contrapposte « spinte », con gli « effetti » che ne derivano, presentino proprie caratteristiche, che le contraddistinguono sostanzialmente dal punto di vista economico. Infatti, secondo l'analisi fin qui svolta, le variazioni di moneta interna dovute ad iniziativa del sistema creditizio si realizzerebbero attraverso consecutive contrapposizioni tra crediti ricevuti e crediti dati dai singoli individui, tali da concludersi, per autogenesi, senza alcun trasferimento di risparmi. Per contro le variazioni di moneta interna dovute ad iniziativa del pubblico si realizzerebbero attraverso la mobilitazione creditizia di nuovi o preesistenti risparmi del pubblico e cioè attraverso trasferimenti di risparmi effettuati, con la intermediazione del sistema creditizio, entro l'ambito del pubblico, siano essi « inter-settoriali », siano essi « intra-settoriali » (33).

Siffatti trasferimenti hanno carattere ben diverso da quelli effettuati all'infuori dell'ambito del pubblico, ma pur sempre con la intermediazione del sistema creditizio, quali i trasferimenti al Tesoro ed all'estero. Questi, infatti, corrispondono nel loro insieme alla eccedenza dei risparmi sugli investimenti del pubblico, ossia allo « avanzo finanziario » dell'insieme del pubblico: corrispondono, cioè, a quel tanto di risparmi dell'insieme del pubblico che non viene utilizzato in investimenti nell'ambito del pubblico stesso, restando perciò trasferito — come si è detto in nota al par. 5 — all'infuori di detto ambito (34). L'ammontare di questi trasferimenti viene allora a corrispondere all'ammontare della moneta esterna, il che fa venire in evidenza la connessione, generalmente ammessa, tra le variazioni della moneta esterna ed i trasferimenti di risparmi. Invece

(33) Da tener presente a questo proposito che la connessione tra moneta e risparmi ed in generale anzi la connessione tra attività finanziarie e risparmi va individuata non già riguardo all'ammontare dei risparmi che si formano, ma piuttosto riguardo all'ammontare dei risparmi che vengono trasferiti, fino ad una data epoca o entro un dato periodo di tempo. La connessione, in altri termini, va individuata riguardo alle eccedenze dei risparmi sugli investimenti dei singoli settori o dei singoli individui e precisamente anzi riguardo a quel tanto di avanzi finanziari che viene trasferito per il tramite del sistema creditizio, dando così luogo alla formazione di crediti nei confronti del sistema stesso, ai quali appunto viene data la qualifica di moneta o, in genere, di attività finanziarie.

(34) Ciò semprechè si assuma che il pubblico non intrattenga diretti rapporti di credito nè con il Tesoro, nè con l'estero, come ipotizzato nei bilanci inizialmente schematizzati. Diversamente, come in realtà generalmente avviene, l'avanzo finanziario viene pur sempre ad essere trasferito all'infuori dell'ambito del pubblico, sol che il trasferimento avviene in parte attraverso l'intermediazione del sistema creditizio ed in parte all'infuori di siffatta intermediazione.

la connessione tra le variazioni della moneta interna ed i trasferimenti di risparmi non viene e non può venire in evidenza nei bilanci del pubblico in quanto si tratti (come effettivamente si tratta in quelli inizialmente schematizzati) di bilanci « aggregati », nei quali le famiglie e le imprese sono considerati un tutt'uno. In siffatti bilanci, infatti, le variazioni negli avanzi e nei disavanzi dei singoli settori (e dei singoli individui) inerenti a trasferimenti di risparmi dall'uno all'altro settore (o dall'uno all'altro individuo) non comportano variazione alcuna nell'avanzo finanziario dell'insieme del pubblico, in quanto le variazioni settoriali finiscono con l'elidersi nell'insieme, per reciproca compensazione. Pertanto una evidenza degli effetti dei trasferimenti di risparmi sulle variazioni della moneta interna può aversi soltanto attraverso una disaggregazione più o meno spinta dei bilanci del pubblico, a cominciare dalla disaggregazione in due separati bilanci, rispettivamente, delle famiglie e delle imprese.

Infatti la disaggregazione dell'insieme del pubblico nei due settori delle famiglie e delle imprese, considerate rispettivamente quali tipiche « risparmiatrici » e tipiche « investitrici », consente di evitare che gli avanzi finanziari delle prime vengano ad elidersi nell'insieme per compensazione con i disavanzi finanziari delle altre. E viene allora in luce, nel settore delle famiglie, che l'espansione della moneta interna, con l'espansione delle correlative capacità di detenzione, può avere per contropartita — come si è avvertito nella poc'anzi ricordata nota al par. 5 — non solo un aumento nell'indebitamento delle famiglie stesse, ma anche un aumento nell'avanzo finanziario delle medesime famiglie, con il correlativo aumento nella mobilitazione creditizia dei loro risparmi nuovi o preesistenti (in quanto si assuma invariato l'ammontare degli investimenti) (35).

(35) Ciò viene in evidenza nei bilanci disaggregati. Ma se gli stessi bilanci vengono aggregati, come appunto accade nel riferirsi all'insieme del pubblico, scompare ogni variazione negli avanzi e nei disavanzi finanziari nell'ambito del pubblico stesso, restando in evidenza, nel bilancio d'insieme del pubblico, soltanto le variazioni nei crediti e nei debiti nei confronti del sistema creditizio, da attribuire rispettivamente alle famiglie ed alle imprese. Le variazioni vengono allora ad apparire nei bilanci d'insieme come una contrapposizione tra l'insieme dei crediti dati dalle famiglie al sistema creditizio e l'insieme dei crediti ricevuti dalle imprese da parte del sistema stesso. In questo caso, per altro, a differenza di quanto estesamente esposto a proposito della contrapposizione dei crediti quale fonte di autogenesi, non trattasi di contrapposizione « effettiva »: non trattasi cioè — come prospettato in nota al par. 3 — di contrapposizione riguardo ad un medesimo operatore e ad una medesima azienda. Trattasi invece di una contrapposizione puramente « formale », dietro la quale si può trovare — ripetesi — non solo una molteplicità di contrapposizioni effettive tra singoli operatori e singole aziende, ma anche una molteplicità di trasferimenti di risparmi inter-settoriali ed intra-settoriali.

È essenziale considerare in questo senso che un aumento nell'avanzo finanziario delle famiglie e cioè un aumento nei trasferimenti di risparmio da parte delle famiglie, per quel tanto in cui il risparmio venga trasferito alle imprese per il tramite del sistema creditizio, comporta un aumento nei crediti delle famiglie verso il sistema creditizio e cioè una creazione di moneta, la quale assume la caratteristica di moneta interna, in quanto fronteggiata da un debito verso il sistema creditizio da parte delle imprese e cioè di un indebitamento interno rispetto all'insieme del pubblico.

Tutto considerato, quindi, a voler considerare isolatamente le variazioni di moneta interna dovute ad iniziativa del sistema creditizio, attraverso la spinta impieghi-raccolta, separandole virtualmente dalle variazioni dovute ad iniziativa del pubblico, attraverso la spinta raccolta-impieghi, le prime andrebbero fatte risalire ad esclusiva contrapposizione (« effettiva ») tra crediti dati e crediti ricevuti tale da poter dar adito ad autogenesi, mentre le seconde, pur potendo apparire anche esse quali frutto di analoga contrapposizione (« formale »), andrebbero fatte risalire a trasferimenti di risparmi, nell'ambito del pubblico.

9. - Sappiamo peraltro che solo virtualmente, per meglio procedere nell'analisi delle due fonti di variazioni del volume della moneta interna, le variazioni realizzate attraverso la spinta impieghi-raccolta possono essere separate da quelle realizzate attraverso la spinta raccolta-impieghi. In realtà, infatti, si ha una reciproca convergenza dell'una con l'altra spinta: le variazioni nella quantità di moneta interna originariamente dovute ad iniziativa del sistema creditizio, attraverso la contrapposizione dei crediti, vengono ad intrecciarsi con le variazioni dovute ad iniziativa del pubblico, attraverso la mobilitazione dei risparmi. Si ha, cioè, nella generalità dei casi, una inserzione di risparmi nella contrapposizione dei crediti ed una inserzione di autogenesi nella mobilitazione dei risparmi, sicchè in definitiva le due spinte finiscono con l'integrarsi vicendevolmente.

Per rendersene conto occorre riferirsi non a singole attività finanziarie od a singole unità di moneta interna, cui ci siamo fin qui riferiti per stabilire come esse, prese una ad una, possano venire in essere sia per iniziativa del sistema creditizio attraverso la contrapposizione dei crediti, sia per iniziativa del pubblico attraverso la mobilitazione dei risparmi. Occorre invece riferirsi all'insieme del volume della moneta interna, e più precisamente anzi all'insieme

delle attività finanziarie, riguardo all'insieme del sistema creditizio ed all'insieme del pubblico. È ovvio allora che, nell'insieme, la integrazione dell'una e dell'altra fonte di variazione può essere « casuale », quale casuale affiancamento di singole attività finanziarie create per iniziativa del sistema creditizio con quelle create per iniziativa del pubblico. Non è questo per altro quel che maggiormente interessa ai nostri fini: occorre piuttosto considerare se e come la integrazione viene ad avere anche carattere « funzionale », nel senso di realizzare essa una funzione essenziale nel processo di creazione della moneta interna e, in genere, nella creazione di ogni altra attività finanziaria.

Allora, guardando la fase iniziale della mobilitazione creditizia dei risparmi, viene in evidenza che generalmente, nella realtà odierna, in siffatta mobilitazione il risparmio non si presenta, per così dire, « allo stato puro »: la mobilitazione viene ad essere più o meno estesa a seconda che venga accompagnata in maggiore o minor misura dalla contrapposizione tra crediti ricevuti e crediti dati dal pubblico e cioè a seconda dell'ampiezza dell'autogenesi che si viene ad inserire nella mobilitazione stessa (36). In senso inverso, guardando quel che man mano avviene nella creazione di moneta interna per autogenesi, si può rilevare che l'inserzione della mobilitazione dei risparmi può rendersi necessaria allorquando, anziché arrivare alla chiusura del circuito già avviato attraverso la contrap-

(36) Ciò viene in maggiore evidenza nella creazione di attività finanziarie a termine non breve, quali le obbligazioni emesse dagli istituti finanziari, che fanno parte anch'essi del sistema creditizio (oppure dalle imprese, che fanno parte del pubblico). Sarebbe alquanto problematico, nella fase di emissione di obbligazioni siffatte (così come di ogni altro « titolo »), arrivare rapidamente ad un completo collocamento delle obbligazioni stesse fra i risparmiatori, senza adeguate concessioni di credito in loro favore, da parte dell'istituto emittente o di altre aziende del medesimo sistema creditizio. Il che implica appunto la inserzione di autogenesi nella mobilitazione dei risparmi. Cosa questa che, sia pure in modi meno evidenti, può rilevarsi anche per la creazione di attività finanziarie in ogni altra forma.

In relazione a siffatta inserzione della autogenesi nella mobilitazione dei risparmi si viene pur sempre ad avere un distacco più o meno rilevante tra l'ammontare dei risparmi trasferiti attraverso il sistema creditizio durante un dato periodo di tempo e l'ammontare delle attività finanziarie create durante il periodo stesso. E, sia pure in senso inverso, si viene anche ad avere — in relazione a quanto prospettato in nota al par. precedente — un distacco più o meno rilevante tra l'ammontare dei risparmi comunque trasferiti e l'ammontare dei risparmi accumulati. Il che non sempre viene tenuto presente da coloro i quali attribuiscono a variazioni di risparmi le variazioni di determinati tipi di attività finanziarie, quali, ad esempio, i depositi bancari. Qualche congettura sull'entità del distacco avutosi in Italia nel 1959 è stata da me presentata in un articolo sui flussi di risparmio (4,15).

posizione tra crediti ricevuti e crediti dati dal pubblico, i crediti ricevuti dal pubblico vengono investiti in beni tangibili (37).

Tutto considerato, quindi, i trasferimenti di risparmi attraverso la loro mobilitazione creditizia, specialmente in quanto questa si attui attraverso la intermediazione del sistema creditizio, esercitano sotto i più svariati aspetti una influenza di non poco rilievo sulle variazioni della quantità di moneta interna. Prescindere da siffatti trasferimenti nell'analisi dell'andamento del volume della moneta creditizia equivarrebbe a voler rappresentare l'Amleto lasciando fuori scena il Principe di Danimarca.

III. Come va intesa la neutralità della moneta creditizia.

I. - Il quadro che abbiamo presentato, quanto alle possibilità di variazioni della moneta interna, implica non già un rovesciamento, ma soltanto un completamento del quadro abituale, cui si sono attenuti Gurley e Shaw. Il completamento, per altro, tocca un punto di fondamentale importanza riguardo all'affermazione o meno della neutralità della moneta creditizia.

Infatti, nell'assumere che le variazioni del volume della moneta interna vadano fatte risalire essenzialmente alla convergenza delle due spinte impieghi-raccolta e raccolta-impieghi, dovute rispettivamente alla iniziativa del sistema creditizio ed alla iniziativa del pubblico, e quindi in definitiva alla inserzione dei trasferimenti di risparmi nella contrapposizione dei crediti quale si manifesta tipicamente per la moneta interna, non si viene a mettere in dubbio vada considerata caratteristica esclusiva del sistema creditizio (e più precisamente anzi caratteristica esclusiva dell'istituto di emissione e del sistema bancario) quella di essere « creatori » di moneta (38). È fuori discussione, infatti, che la moneta creditizia, quale debito del sistema creditizio, può sussistere solo in quanto il sistema stesso esista ed anche in quanto si renda effettivamente debitore nei confronti dei detentori della moneta. Tanto meno poi, nel dare rilievo alla convergenza delle due spinte, si viene a mettere in dubbio vada considerata

(37) Allora, come prospettato in nota al par. 5, la creazione di moneta interna per mobilitazione di risparmi potrebbe sostituirsi alla creazione per autogenesi. In questo senso, man mano si attua la sostituzione, si avrebbe una inserzione di risparmi nella autogenesi.

(38) Il che non è la stessa cosa di affermare, come talvolta si afferma, che la moneta creditizia sia creata « esclusivamente » dal sistema creditizio, poichè allora lo « esclusivamente » può lasciar supporre che in siffatta creazione non concorra anche il pubblico.

quale prerogativa esclusiva dell'istituto di emissione quella di « governare » l'andamento della liquidità del sistema creditizio e, di riflesso, la liquidità del sistema economico, provocando di propria iniziativa appropriate variazioni nel volume della moneta creditizia ed anzi, in generale appropriate variazioni nel volume delle attività finanziarie.

Invero la convergenza della iniziativa del sistema creditizio con la iniziativa del pubblico ha, per così dire, carattere immanente, quali che siano gli ordinamenti istituzionali. Ed è soprattutto attraverso siffatta convergenza che si viene ad alimentare la espansione del volume della moneta e, in genere, delle attività finanziarie, con quel continuativo « crescendo » che è ormai tipico per le economie in via di sviluppo. Ciò per altro non esclude che, data la struttura degli attuali ordinamenti istituzionali, l'istituto di emissione abbia larghi margini discrezionali nel regolare, specialmente in senso restrittivo, il ritmo di quel continuativo crescendo, effettuando appropriati interventi attraverso gli strumenti di cui può disporre. Tra siffatti strumenti son venuti ad avere spiccato rilievo — come già prospettato — le operazioni di mercato aperto. È ovvio per altro che sono cose ben diverse lo « alimentare » (o « sostenere ») in via continuativa il crescendo del volume delle attività finanziarie ed il « governare » (o « regolare ») il ritmo di quel crescendo man mano possa occorrere.

2. - In fin dei conti, l'elemento che abbiamo introdotto nel nostro quadro, per completare il quadro abituale, consiste nel porre l'iniziativa del pubblico sullo stesso piano della iniziativa del sistema creditizio, considerandole entrambe, in reciproca simmetria, quali elementi che concorrono a determinare le variazioni del volume della moneta interna, non solo in senso limitativo, ma anche in senso creativo. E, in questo senso, siamo venuti a mettere in luce come l'affermata simmetria tra l'influenza del sistema creditizio e l'influenza del pubblico si risolve nell'affiancare la spinta raccolta-impieghi alla spinta impieghi-raccolta, da tempo già introdotta (sia pure per vie diverse e sotto diverse dizioni) nella analisi della creazione della moneta interna (ed anzi, più precisamente, nell'analisi della creazione dei depositi bancari).

Il non rendersi conto di questo elemento, che da tempo era implicito nella teoria monetaria (39), e cioè il non rendersi conto

(39) Ciò sia pure quale spinta della domanda sulla offerta di moneta e viceversa. Così, secondo il Pigou, « the demand schedule and the supply schedule for money are not strictly independent of one another » (15,181) e secondo lo Schumpeter, « the practically unlimited demand for credit is matched by a practically unlimited supply of credit » (18,207).

della spinta raccolta-impieghi, ha implicato non rendersi neppure conto come, a prescindere dalle operazioni di mercato aperto, il sistema creditizio possa influire, di propria iniziativa, sulla normale espansione della moneta interna, attraverso le più svariate operazioni d'impiego. E, in pari tempo, ha implicato non rendersi neppure conto come il pubblico possa anch'esso influire di propria iniziativa su detta espansione, specialmente attraverso i trasferimenti dei risparmi affidati spontaneamente al sistema creditizio. Così, per esclusione, Gurley e Shaw sono pervenuti a prospettare che le operazioni di mercato aperto costituiscano l'unico elemento che possa dar adito a variazioni nel volume della moneta interna e, per di più, che possano farlo soltanto in via sostitutiva, provocando, cioè, contrapposte variazioni nelle altre attività finanziarie, messe in unico fascio, quali « obbligazioni » emesse dalle imprese.

3. - Proprio in base a questi presupposti Gurley e Shaw sono venuti a dare la dimostrazione, invero alquanto sofisticata, della loro tesi, secondo la quale — come già riferito — la moneta creditizia non sarebbe neutrale in quanto composta, come lo è in realtà, da moneta interna ed esterna, in proporzioni variabili.

Essi, infatti, sono partiti col ribadire le argomentazioni a suo tempo svolte dal Metzler (11,107) secondo le quali « il potere delle autorità creditizie di alterare il tasso d'interesse di equilibrio è attribuibile non alla loro influenza sulla quantità nominale di moneta, ma alla loro influenza sulla quantità e sul valore dei titoli detenuti dal pubblico ». E appunto le operazioni di mercato aperto, nel modificare la « composizione del portafoglio » del pubblico, schematizzata nel rapporto tra detenzione di moneta e detenzione di obbligazioni, verrebbero a creare un divario tra il rapporto desiderato dal pubblico ed il rapporto realizzabile dal pubblico stesso in seguito alle operazioni effettuate dall'istituto di emissione e verrebbero così in definitiva a rendere la moneta non neutrale.

Invero questa posizione del Metzler non è stata seguita in pieno da Gurley e Shaw, poichè secondo essi il pubblico avrebbe la possibilità di modificare la struttura del proprio portafoglio in modo da pervenire ad una composizione rispondente a quella desiderata. Ciò per altro, sarebbe possibile soltanto a seguito della emissione di nuove obbligazioni, indotta dall'aumento dei prezzi provocato dalle iniziali operazioni di mercato aperto. Resta, infatti, quale presupposto essen-

ziale della costruzione di Gurley e Shaw, quello di presumere che in realtà sussista una sostanziale differenza quanto alla facoltà, o meno, del pubblico di modificare la composizione del proprio portafoglio. E precisamente il pubblico, secondo essi, potrebbe bensì aumentare il volume nominale delle obbligazioni emesse e detenute, ma non il volume nominale della moneta in essere (40). Pertanto, solo attraverso la emissione di nuove obbligazioni da parte delle imprese e la detenzione di esse da parte delle famiglie, il pubblico potrebbe riportare la composizione del proprio portafoglio al rapporto desiderato. Ciò per altro sarebbe realizzabile solo nel caso in cui la moneta fosse composta esclusivamente da moneta interna, così come, per altre considerazioni (41), nel caso in cui fosse composta soltanto da moneta esterna. Senonchè, secondo una innovazione di Gurley e Shaw, che ha costituito una spiccata caratteristica della loro opera, ciò non sarebbe possibile nel caso in cui la moneta, quale moneta creditizia in genere, fosse composta, come lo è in realtà, da moneta interna ed esterna, in proporzioni variabili. In tal caso, infatti, sempre secondo Gurley e Shaw (6, 90-91), la variazione del volume della moneta in mani del pubblico, inerente a nuove operazioni di mercato aperto, sarebbe, in percentuale, meno elevata della variazione percentuale del volume delle obbligazioni in mani del pubblico stesso. Sicchè il divario tra la « composizione » desiderata dal pubblico e quella realizzabile dal pubblico stesso non potrebbe essere eliminata e così, in definitiva, la moneta interna risulterebbe ancora non neutrale.

4. - Senonchè tutta questa costruzione, a prescindere da talune perplessità cui può di per se stessa dar luogo, viene a cadere se si rimuovono i presupposti sui quali è stata impostata. E, cioè, viene a cadere, quale chiave di interpretazione della realtà, se si tien conto che nella realtà le variazioni del volume della moneta interna non

(40) Testualmente scrivono Gurley e Shaw (6,74): « Although the private economy issues bonds, and so can adapt the nominal stock of bond to any price level in order to maintain some one real stock of bonds, it has no control over nominal money. Hence it cannot adapt the nominal stock of money to any price level in order to maintain the desired real stock of money ».

(41) E precisamente per considerazioni riferite non alla struttura del portafoglio, ma agli effetti sulla ricchezza (« wealth effect ») ed anzi agli effetti sulle giacenze monetarie reali (« real balance effect »), provocati dalle variazioni del livello dei prezzi, indotte dalle variazioni del volume della moneta.

sono affatto determinate in via esclusiva da operazioni di mercato aperto e che esse, invece, vanno fatte risalire alla convergenza della iniziativa del sistema creditizio con l'iniziativa del pubblico. Ciò tanto più se trattasi, come generalmente è il caso, di continuative espansioni del volume della moneta creditizia, con il « crescendo » caratteristico delle economie in sviluppo.

In relazione a siffatta convergenza l'influenza del pubblico entra, per così dire, a bandiera spiegata, quale elemento basilare dell'andamento della moneta creditizia. Così dal particolare punto di vista della « composizione » del portafoglio del pubblico, messo in tanto risalto da Gurley e Shaw, si può di certo affermare che ogni divario tra la composizione desiderata e la composizione realizzabile può essere eliminato, non solo attraverso la emissione di nuove obbligazioni, ma anche, ed anzi soprattutto, attraverso la creazione di nuova moneta (42). E, a questo riguardo, il riconoscere che, attraverso l'influenza del comportamento del pubblico, le variazioni del volume della moneta interna, ed anzi della moneta creditizia in genere, sono ricollegate a tutte le forze vive operanti nell'ambito del sistema economico, lascia intuire come l'anzidetto divario non possa non essere eliminato proprio in virtù della convergenza della iniziativa del sistema creditizio con l'iniziativa del pubblico, quale si manifesta — ripetesi ancora una volta — attraverso il gioco della spinta impieghi-raccolta in connessione alla spinta raccolta-impieghi.

Il rovesciamento dei presupposti condurrebbe perciò al rovesciamento delle conclusioni affermate da Gurley e Shaw. Si potrebbe, cioè, essere tentati di asserire che la moneta creditizia, tanto nel caso, puramente ipotetico, fosse composta esclusivamente da moneta interna o esclusivamente da moneta esterna, quanto nel caso, rispondente alla realtà, di un « misto » dell'una e dell'altra, sarebbe sempre neutrale: si dovrebbe, cioè, pur sempre escludere che, a lungo andare, le variazioni della quantità nominale di moneta possano influire « permanentemente » sulle variabili reali della economia.

(42) Si noti che, all'infuori delle operazioni di mercato aperto, gli impieghi del sistema creditizio non danno adito ad acquisti di « obbligazioni » emesse dal pubblico (imprese) e suscettibili di essere acquistate dal pubblico stesso (famiglie), ma soltanto ad acquisti (sia pure simbolici) di « altre debitoriali » non suscettibili di essere acquistate dalle famiglie. La variazione degli impieghi del sistema creditizio non comporta allora una correlativa variazione nella composizione del portafoglio del pubblico, non comporta, cioè, una variazione nella composizione delle sue attività, ma piuttosto una variazione dell'ammontare (lordo) delle sue passività.

5. - Da ricordare, a questo proposito, che il punto cruciale della concezione della neutralità della moneta è stato ravvisato, non da oggi, nel « permanentemente »: nel sottolineare, cioè, con questo avverbio, che quando si afferma la neutralità della moneta ci si intende riferire a quel che avviene « a lungo andare ». E semprechè, beninteso, le variazioni nella quantità di moneta, nella ipotesi di una economia stazionaria, finiscano col cessare oppure che, nella ipotesi di una economia in sviluppo, finiscano con l'essere normalizzate e cioè con l'essere contenute con un ritmo aderente al ritmo di espansione dell'economia.

Appunto nel riferirsi esclusivamente a quel che avviene a lungo andare ed escludendo così che allora, ma solo allora, le variazioni della quantità di moneta possano influire permanentemente sulle variabili reali dell'economia, si viene ad ammettere implicitamente che in periodo più o meno breve quelle variazioni possano influire, ed anzi vengono effettivamente ad influire, più o meno decisamente, sul processo di formazione del reddito e del risparmio. Il riconoscimento della neutralità della moneta non è allora in contraddizione con il riconoscimento della efficacia della politica monetaria e creditizia agli effetti delle attenuazioni delle fluttuazioni congiunturali e quindi, di riflesso, anche agli effetti dello sviluppo economico.

In questo modo, per altro, la neutralità della moneta viene ad essere intesa non come qualcosa che possa « essere » oppure « non essere », ma piuttosto come una tendenza immanente negli svolgimenti, a lungo andare, dell'attività monetaria e creditizia. Come tendenza, cioè, suscettibile di essere avvertita più o meno decisamente a seconda delle circostanze, tenuto conto, tra l'altro, della « velocità » di reazione, e quindi di adattamento, degli elementi reali dell'economia a fronte di ogni scostamento dalle posizioni di equilibrio (43).

Così, in definitiva, dopo tante discussioni sulla neutralità della moneta si finisce col riasseverare, riguardo ai punti essenziali del problema, la posizione assunta oltre due secoli or sono, da David Hume nel contrapporre alla euforia provocata dalle espansioni monetarie man mano si verificano, la nozione che, in definitiva, la assoluta quantità dei metalli preziosi, e cioè della moneta, sia cosa di « grande indifferenza » e che, sempre in definitiva, il tasso d'interesse, tipica variabile reale dell'economia, « non deriva dalla quan-

(43) Sullo « speed of adjustment » nei modelli di sviluppo rinvio ad un recente scritto di J. Conlisk (2, 562).

tà » della moneta (9: 46-7, 59, 62). Ma naturalmente va considerato un inestimabile progresso della teoria monetaria quello di avere individuato con sempre maggiore precisione a quali condizioni la moneta possa rendersi neutrale (44). O più precisamente a quali condizioni (inizialmente già precisate, *sub* I, 3), e quindi con quale « velocità », le immanenti tendenze verso la neutralità della moneta possano realizzarsi, anche a seconda degli ordinamenti istituzionali.

Sotto questo aspetto la maggiore elasticità ormai da tempo riconosciuta alla offerta di moneta creditizia dei tempi d'oggi, comparativamente alla offerta di moneta metallica di altri tempi, lascia presumere che la neutralità della moneta, quale tendenza a lungo andare, si sia resa più accentuata. Ciò soprattutto in relazione allo « effetto » da attribuire alla « spinta » raccolta-impieghi, quale estrinsecazione dell'influenza del comportamento del pubblico sulle variazioni del volume della moneta creditizia.

AMEDEO GAMBINO

RIFERIMENTI

1. A. ANDO and F. MODIGLIANI, *The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier* (« Am. Econ. Rev. », September 1965, LV, 693-728).
2. J. CONLISK, *Unemployment in a Neoclassical Growth model: The Effect on Speed of Adjustment* (« Econ. Jour. », September 1966, LXXVI, 550-566).
3. A. GAMBINO, *Economia Creditizia* (Torino, U.T.E.T., 1962).
4. A. GAMBINO, *Sugli accertamenti dei flussi di risparmio* (« Moneta e Credito », marzo 1963, XVI, n. 61, 3-20).
5. A. GAMBINO, *L'influenza del comportamento del pubblico sulla creazione di liquidità* (« Moneta e Credito », dicembre 1963, XVI, n. 64, 481-96).
6. J. G. GURLEY and E. S. SHAW, *Money in a Theory of Finance* (Washington: Brookings, 1960).
7. J. R. HICKS, *A Suggestion for Simplifying the Theory of Money*, (in « Readings in Monetary Theory » London, Allen and Unwin, 1952, 12-32; riprodotto da « *Economica N.S.* », 1935, II, 1-19).
8. H. G. JOHNSON, *Monetary Theory and Policy* (« Am. Ec. Rev. », June 1962, LII, 335-371).
9. D. HUME, *Political Discourses* (1st. ed., Edinburgh, Fleming, 1752).
10. M. KALECKI, *Professor Pigou on « The Classical Stationary State »: a Comment* (« Econ. Jour. », April 1944, LIV, 131-32).
11. L. A. METZLER, *Wealth, Saving and the Rate of Interest* (« Jour. Pol. Econ. », April 1951, LIX, 103-116).

(44) Come ha osservato lo Schumpeter (19, 1088), la creazione del concetto di moneta neutrale, da parte del Wicksell, ha dato luogo ad « a hunt for the conditions in which money is neutral ».

12. D. PATINKIN, *Financial Intermediaries and the Logical Structure of Monetary Theory* (« Am. Ec. Rev. », March 1961, LI, 95-116).
13. D. PATINKIN, *Money, Interest and Prices* (2nd ed., New York, Harper & Row, 1965).
14. A. C. PIGOU, *The Veil of Money* (London, Macmillan, 1949).
15. A. C. PIGOU, *The Value of Money* (in « Readings in Monetary Theory », London, Allen and Unwin, 1952, 241-53; riprodotto da « Q. Journ. Econ. », 37, 1917-18, 38-65).
16. D. H. ROBERTSON, *Essays in Monetary Theory* (London, Staples Press Ltd., 1949).
17. J. SCHUMPETER, *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung* (München, Duncker & Humblot, 3^a, 1931).
18. J. SCHUMPETER, *Money and the Social Product* (in « International Economic Papers », n. 6, 1956; tradotto dal tedesco « Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige », 1917-18).
19. J. SCHUMPETER, *History of Economic Analysis* (New York, Oxford University Press, 1954).
20. J. TOBIN, *Money, Capital and Other Stores of Value* (« Am. Ec. Rev. Proc. », May 1961, LI, 26-37).
21. H. WITHERS, *The Meaning of Money* (3rd ed., London, John Murray, 1926).