

Analisi del mercato finanziario

PREMESSA.

In un articolo scritto per questa Rivista (1) sostenevo la necessità di un metodo obiettivo e realistico per lo studio dei problemi economici. Per dare un esempio di tale metodo, mi propongo ora di trattare uno dei problemi essenziali della scienza economica: quello relativo al mercato finanziario, nel cui ambito intendo comprendere quei mercati particolari che vengono solitamente qualificati in modo assai impreciso come « mercati del capitale, del denaro, degli sconti, dei valori, ecc. ».

Il mercato finanziario ha un'importanza del tutto particolare in quanto in esso si svolgono operazioni come l'impiego del risparmio, i prestiti, gli investimenti, l'emissione di moneta e di titoli di proprietà e di credito; e vi viene inoltre determinato il prezzo del denaro o interesse del capitale che occupa un posto di primo piano nel campo della meccanica economica.

Nel 1935 avevo già affrontato tali argomenti e mi accorgo dopo quindici anni che la loro soluzione non ha progredito; qualcosa di nuovo si è avuto soltanto con l'introduzione dei fattori psicologici che hanno purtroppo oscurato definitivamente il quadro della ricerca.

I. — I TERMINI DEL MERCATO DEI CAPITALI.

Le maggiori difficoltà che si incontrano nello studio del mercato finanziario dipendono dalla sua particolarità. In qualsiasi mercato specifico esiste una netta distinzione fra la moneta e la merce, che viene comperata o venduta, e quantunque si parli di un'offerta singola e di una singola domanda, in

realtà di tratta di due domande e di due offerte simultanee, malgrado che due di esse rimangano implicite. Così, nel mercato del caffè, si parla di offerta e di domanda di caffè, sottointendendo che la domanda e la offerta di caffè presuppongono rispettivamente offerta e domanda di moneta.

Sul mercato del denaro le cose si svolgono in modo diverso e si parla comunemente di domanda e di offerta di denaro, non facendo alcun riferimento alla merce particolare che si offre e si richiede; come se nel mercato del caffè si parlasse di offerta e di domanda di denaro, e cioè di una caratteristica generale di tutti i mercati, e si tacesse il fatto specifico che la domanda e l'offerta riguardano proprio il caffè. Ora nel mercato finanziario, come in qualsiasi altro, ciò che importa non è il denaro, poichè, come è noto, in un'economia a base di scambio tutto viene ceduto contro denaro; importa invece la merce che si scambia contro moneta, e la domanda e l'offerta di tale merce.

La migliore definizione di « mercato finanziario » che esista a tutt'oggi ha insistito sullo scambio di moneta presente contro moneta futura, quantunque non sia riuscita ad individuare una distinzione perfetta fra i due termini. Keynes chiamò l'uno denaro e « debiti » l'altro; aggiunse peraltro che per « denaro » si può intendere tutto ciò che può venir recuperato entro tre mesi (2) (e cioè tutti i debiti a breve scadenza — effetti commerciali e certi titoli pubblici — che costituiscono un importante settore del mercato finanziario) il mercato dello sconto). Balza agli occhi quanto sia impreciso, e quanto poco possa essere di aiuto, in un'analisi

(1) *Il concetto di dinamico e statico nell'Economia*, n. 7, 3° trimestre 1949, pag. 345.

(2) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, MacMillan, Londra, 1936, pag. 167.

rigorosamente scientifica, un concetto che consente allo stesso elemento di figurare nella domanda e nell'offerta. L'opinione di Keynes è forse dovuta al fatto che i pagamenti (inclusi quelli che avvengono nel mercato finanziario, come per esempio l'acquisto di obbligazioni) possono essere eseguiti con effetti commerciali a breve termine; in tal caso, si tratta però di uno scambio di beni dello stesso genere, come se si permutasse ferro contro carbone, onde l'operazione non ci interessa dal punto di vista del prezzo in moneta delle corrispondenti merci. Uno dei termini del mercato deve essere infatti costituito da moneta presente e l'altro da alcunchè che non sia tale.

La stessa idea che la domanda abbia per oggetto « il capitale » ha molto contribuito a imbrogliare i termini, in quanto tende a confondere il mercato del denaro con quello dei beni capitali, che sono beni reali e cioè merci comuni. Molti autori non distinguono chiaramente al riguardo (3). Se i fondi che vengono richiesti sul mercato del denaro possono essere impiegati nella produzione di capitali, tale possibilità non permette però di confondere le cose. Il mercato finanziario si interessa soltanto di trasferire l'uso di dati fondi monetari; il fatto che questi vengano impiegati nell'uno o nell'altro modo — per esempio nella creazione di capitali, nel consumo o nella speculazione — è estraneo a quel mercato; analogamente, il mercato del caffè è indifferente al fatto che la merce in esso venduta sia destinata al consumo diretto o a preparare degli estratti.

Dobbiamo quindi rispondere ad una domanda pregiudiziale: quale termine va considerato domanda e quale offerta? In caso di prodotti comuni, non è mai stato posto in dubbio che domanda significhi offerta di denaro in cambio di merce; nel mercato del denaro è invece uguale designare col termine di domanda la richiesta del denaro, come se

(3) Così Pigou, ad esempio, (cfr. *Employment and Equilibrium*, Londra, 1941, pag. 53) considera come domanda ed offerta di capitale la domanda e l'offerta di lavoro rivolta a produrre capitali reali, benchè riconosca che l'oggetto immediato della domanda e dell'offerta è costituito dal denaro impiegato per formare il capitale (*to invest*).

sul mercato del caffè la domanda venisse esercitata dai piantatori. Per ragioni di uniformità, noi indicheremo col termine « domanda del mercato finanziario » l'offerta di denaro in cambio del suo termine opposto, e « offerta » ciò che vien venduto in cambio di denaro contante.

2. — ANALISI QUALITATIVA DELL'OFFERTA.

Che cosa si richiede in cambio del denaro? Secondo Keynes « debiti », secondo altri « moneta futura ». Ambedue i concetti sono oltremodo ristretti. Al mercato finanziario appartiene tutto ciò che non circola a scopo di consumo, di produzione o di distribuzione dei prodotti, ma che viene scambiato con il solo obiettivo di procurarsi una rendita o un guadagno personale.

Fra i comparti del mercato finanziario, hanno speciale importanza:

a) le proprietà terriere che costituivano l'investimento classico per i risparmi, molto tempo prima che esistessero valori o titoli di altro tipo (mercato delle « proprietà o degli immobili »);

b) i « titoli », che comprendono diverse sottosezioni: titoli a reddito fisso (obbligazioni), titoli a reddito variabile (azioni) e titoli a breve termine (effetti commerciali scontabili). Il mercato di questi ultimi titoli interferisce con quello del credito, come quello delle azioni — titoli rappresentativi di una comproprietà in beni reali, industriali o di altro tipo — costituisce la zona d'intersezione fra il mercato delle obbligazioni e quello dei valori immobiliari;

c) il settore « speculativo »; in esso si svolgono quegli scambi che riguardano i titoli già considerati o qualsiasi altra merce, purchè non avvengano con l'intento di collocare dei capitali nè di esercitare una funzione commerciale distributiva, ma bensì di approfittare delle oscillazioni fortuite o provocate dei prezzi per realizzare un profitto, come avviene nelle speculazioni sui futuri raccolti di cotone o di grano;

d) un quarto settore del mercato finanziario è costituito dal mercato del credito, per la contrattazione di nuovi prestiti e per la emissione di nuovi titoli a lungo o a breve

termine. È il mercato del denaro propriamente detto. Se nei titoli di vecchia emissione il corso deve adattarsi al reddito che producono e alla percentuale dell'interesse corrente (indipendentemente dal loro valore nominale), nei nuovi debiti è il saggio di interesse offerto che deve adattarsi a quello corrente sul mercato.

Il mercato del credito è importante perchè costituisce la via per cui la moneta di nuova creazione entra normalmente nell'economia. Le operazioni creditizie vengono talora effettuate con garanzie su vecchi valori (ipoteche, pegni, risconti); talaltra con la creazione di nuovi titoli, e cioè con documenti che comprovano i prestiti, come atti notarili, iscrizioni, obbligazioni, azioni, effetti commerciali, ecc. I fondi ceduti in prestito possono trovarsi già sul mercato od originarsi da nuove creazioni di moneta; naturalmente tutto il denaro creato deve avere il suo equivalente in un titolo emesso poichè non vi sono normalmente emissioni di moneta fiduciaria (incluse quelle destinate al Tesoro) che non trovino espressione o in titoli posti in circolazione, o in un contratto di prestito con la banca che emette il denaro e che costituisce il titolo rappresentativo del debito. Ogni emissione di moneta può essere praticamente considerata come un'operazione di credito, quantunque non tutte le operazioni di credito implicino l'emissione di nuova moneta, bensì di un titolo rappresentativo del credito. Siccome nel mercato dei capitali gli scambi avvengono per mezzo dei titoli che attestano la proprietà di un bene reale e la cui trasmissione comporta il trasferimento di proprietà del capitale, l'offerta del mercato finanziario — e cioè il termine opposto alla domanda monetaria — può essere contrassegnata con la denominazione generale di *titoli*. Fanno eccezione soltanto i « debiti » e i loro titoli rappresentativi.

3. — ANALISI QUALITATIVA DELLA DOMANDA.

La domanda del mercato finanziario viene esercitata con moneta, moneta che cerca un impiego fruttifero. Di quale denaro si tratta? Indubbiamente del denaro dei risparmiatori.

Le vecchie teorie che consideravano il risparmio in generale come uno dei termini del mercato del capitale cadevano in errore, giacchè il risparmio che è già stato impiegato non è più disponibile per domandare alcunchè; in ogni caso, costituirebbe oggetto di offerta, come la casa o lo stabilimento che si desidera vendere. Il risparmio che può rappresentare domanda sul mercato finanziario è quello conservato in forma liquida, in contanti, quel risparmio di recente formazione che non ha ancora trovato impiego, ma è disponibile per un qualsiasi collocamento da realizzarsi esercitando una domanda sul mercato finanziario, a meno che il proprietario non voglia capitalizzarlo direttamente.

Delle tre parti in cui ripartisco il denaro in circolazione: *a)* denaro dei produttori o « cassa », derivante dal reddito e conservato a scopo di consumo; *b)* denaro dei produttori, trattenuto per far fronte alle esigenze della produzione ed a quelle della circolazione; *c)* denaro dei risparmiatori o eccedenza del reddito prodotto sul consumo — è quest'ultimo, cui i risparmiatori non hanno dato ancora impiego, quello che rimane disponibile per il mercato dei capitali; infatti nessuno può mettere a frutto le proprie entrate nè dare a prestito ciò che è necessario per soddisfare i propri bisogni; a questo fine, può essere destinato soltanto ciò che viene sottratto al consumo, e cioè il risparmio. Nemmeno il denaro dei produttori è disponibile sul mercato dei capitali, poichè se l'industriale deve continuare a produrre ha bisogno del ricavo delle sue vendite per pagare i salari e le materie prime; il denaro dei produttori viene convertito continuamente in reddito dei consumatori e rimane disponibile sul mercato dei capitali soltanto nella misura in cui viene risparmiato. Il commerciante, a sua volta, dopo aver venduto merci, ha necessità di impiegare gli introiti per rifornire il magazzino. È evidente che di tutto il denaro circolante rimane disponibile per il mercato finanziario soltanto quello risparmiato e non ancora investito.

Nei tempi moderni, il sistema bancario ha trovato il mezzo di far affluire sul mercato finanziario, accanto al risparmio, e mercè il

credito, delle somme che pur non provenendo dal risparmio, concorrono con questo a mantenere la domanda. La forma particolare della moneta non ha infatti importanza; basta che essa sia praticamente disponibile come denaro contante e che sia generalmente accettata sul mercato dei capitali.

I mezzi monetari ottenuti con operazioni di credito, e quindi mediante emissioni di nuovo denaro, possono far parte del mercato finanziario purchè vengano impiegati nella speculazione o investiti in valori fruttiferi. Non è invece necessario che si trasformino in capitali circolanti o fissi o che vengano impiegati a scopo consuntivo; in questi due ultimi casi essi entrerebbero infatti nella circolazione produttiva e non ritornerebbero sul mercato dei capitali se non in seguito ad atti di risparmio che consentissero di « collegare » socialmente i crediti già concessi ed ammortizzare il denaro creato allo scopo.

Il denaro che trae origine da prestiti ha un'esistenza precaria, salvo che si tratti di debiti perpetui, come sono quelli contratti con lo Stato. Gli altri debiti debbono essere rimborsati generalmente a breve scadenza mediante risparmi o ammortamenti che eliminano il denaro a tal fine creato, per la cui conservazione — sempre precaria — sul mercato è necessario l'intervento di nuovi prestiti.

La collettività, per accrescere i suoi fondi monetari assorbendo nuovi importi di circolante, deve convertirsi in creditrice di se stessa, vale a dire dello Stato. I mezzi che esistono oggi per accrescere la circolazione in modo permanente sono limitati: emissione di biglietti da parte degli appositi Istituti e loro impiego in acquisto di debito pubblico (vecchio e nuovo), oppure in compere di oro. Quest'ultime presuppongono peraltro un'importazione di metallo e quindi un attivo nelle altre partite della bilancia dei pagamenti. È questa una delle anomalie del nostro sistema economico, che ha dato oggi origine al paradosso di considerare il debito pubblico come ricchezza, allo stesso modo che, in epoche di moneta esclusivamente metallica, ha fatto sorgere un altro paradosso storico: il mercantilismo.

4. — L'UNITÀ ED IL PREZZO DELLA « MERCE FINANZIARIA ».

I diagrammi che esprimono graficamente il mercato di un prodotto vengono generalmente costruiti sulla base di unità della merce contrattata e per prezzi unitari. Talora essi possono essere rappresentati col segnare sulle ascisse l'importo monetario degli scambi operati. Per procedere analogamente nel mercato finanziario, occorre definire l'unità della « merce finanziaria ».

Se tutti i titoli che vengono negoziati nel mercato finanziario rappresentassero dei debiti della medesima natura, potremmo assumere come unità « un titolo », nel presupposto che tutti i titoli avessero identico valore nominale. Siccome il valore nominale è diverso, potremmo prendere come unità l'unità monetaria di valore nominale, oppure 100 o 1000 unità. Peraltro, la eterogeneità dei titoli negoziati sul mercato finanziario, molti dei quali non hanno valore nominale, ci impedisce di adottare questo semplice modo di conguaglio.

Gli stessi titoli di credito e le obbligazioni non possono essere considerati quantità omogenee poichè differiscono in quanto alla redditività. Un titolo che rende il 5 % rappresenta, agli effetti del corso, un sovrappiù del 25 % rispetto ad un altro titolo il cui rendimento liquido sia soltanto del 4 %, pur ammettendo che le altre condizioni (sicurezza, comodità di realizzo, ecc.) siano identiche. Se tuttavia l'unica differenza fosse nel rendimento proporzionale, si potrebbero conguagliare i titoli mediante unità di rendimento liquido. I titoli al 4 % conterebbero soltanto come 4 per ogni 100 lire nominali, mentre che quelli che rendono il 5 % sarebbero calcolati come 5, sempre con riferimento alla stessa unità nominale.

Tale metodo non può applicarsi a tutti i titoli, poichè le quotazioni non sono sempre proporzionali al rendimento; la valutazione di un titolo non dipende soltanto dal fattore rendimento, ma da tutti i vantaggi e gli svantaggi che il pubblico ravvisa per ogni valore fruttifero. Vi sono dei titoli, come le azioni, che non danno un rendimento fisso in rapporto con il loro valore nominale;

altri non hanno nemmeno valore nominale, quantunque diano un frutto; altri ancora non danno rendimento, ma importano anzi delle spese, quantunque essi consentano la soddisfazione del possesso o la speranza di una futura vendita lucrativa, tale da neutralizzare le perdite e da procurare un guadagno per un aumento di valore.

L'eterogeneità delle « merci finanziarie » non impedisce comunque che esse possano venire conguagliate, come il fatto che il ferro, il caffè o il grano variino di qualità entro la classe generica che li rappresenta, non impedisce di quotarli con un prezzo unico o generico. I mercati mondiali riescono a ciò con la *standardizzazione*. Si sceglie cioè una qualità tipica di grano o di caffè, della quale si fissano con la massima esattezza le condizioni commerciali e siccome i prezzi delle diverse classi di una stessa merce variano armonicamente, non riesce difficile stabilire una percentuale di maggior o minor valore nei confronti della merce-base che rimane praticamente costante.

Nel caso del mercato finanziario, è naturale che venga prescelto quel valore corrente che presenta la massima sicurezza e che si assuma come « tipo » l'« unità di rendita » di detto valore. Per quanto riguarda i titoli che fruttano un maggior interesse, l'eccedenza sarà considerata come un compenso del rischio e degli ulteriori inconvenienti che il pubblico sconta in detti valori. Se il titolo-base frutta il 4 % e si ha un altro titolo che dia un rendimento liquido del 4 ½ %, verrà stimato come vero rendimento il 4; il ½ % residuale rappresenterà il compenso del rischio e degli altri svantaggi. Per contro, se vi è un titolo che dia un rendimento liquido inferiore al 4 % o che non dia alcun frutto, verrà presupposto un rendimento aggiuntivo di natura non monetaria, o un rendimento non immediato corrispondente alla differenza. Un terreno valutato un milione deve essere considerato fruttifero per 40.000 lire, quando il rendimento liquido del valore « standard » è del 4 %. Sulla base di tali presupposti è possibile attribuire a tutti i titoli del mercato dei capitali un rendimento espresso in « unità » che possono essere considerate omogenee; ed è pure pos-

sibile sommarli facendo riferimento a tali loro rendimenti.

Quanto al prezzo, esso può essere stabilito in due modi: o facendo riferimento al prezzo dell'unità di rendimento o alla percentuale di interesse che rappresenta tale prezzo. Riferire il prezzo all'« unità di rendita » significa seguire il modo normale di espressione dei prezzi. Se invece si adotta il metodo della percentuale di interesse si opera come chi fissasse il prezzo del caffè mediante l'inverso del prezzo unitario. Tale metodo presenta cioè l'inconveniente di condurre a curve di domanda e di offerta che si muovono con un andamento inverso a quello normale, senza però mutare il risultato finale. Da un prezzo si passa comunque all'altro, dividendo 100 per il prezzo dato.

5. — LA SCALA DELLE QUOTAZIONI.

Le condizioni del mercato finanziario possono venire generalizzate soltanto mediante un'astrazione che ci allontana dalla realtà empirica. Di fatto, ogni scambio rappresenta un mercato individuale nel quale l'informazione personale e la psicologia dei compratori e dei venditori esercitano la loro influenza in rapporto alle circostanze.

L'unificazione di questi mercati è in pratica il complesso risultato del desiderio dei compratori e dei venditori di approfittare delle condizioni più favorevoli possibili, il che determina una tendenza ad organizzare i mercati in modo che le informazioni e le circostanze esterne vengano equiparate per tutti i compratori e venditori.

Senza dubbio se da un lato l'organizzazione unifica i mercati, da un altro lato — dato che essi non sono tutti egualmente organizzabili — tende a specializzarli. Il mercato più suscettibile di organizzazione è quello dei titoli per cui le Borse divengono centri quasi perfetti di contrattazione. Nel mercato borsistico, ogni specie di titoli costituisce peraltro un mercato particolare ed ogni scambio un mercato individuale nel quale la domanda e l'offerta si incontrano, quantunque le differenze di quotazione nei diversi settori non siano normalmente notevoli allorchè si

tratta di scambi simultanei o molto vicini nel tempo.

Il collegamento fra i diversi mercati viene assicurato dalla tendenza dei compratori a trovare il miglior collocamento per le loro disponibilità, e da quella dei venditori a ricercare il più alto prezzo per i loro titoli o le loro proprietà. I compratori che, soppesando i relativi vantaggi dei diversi mercati, spostano la domanda dall'uno all'altro mercato particolare, tendono ad equiparare le vendite marginali in ciascuno di essi, in conformità al criterio degli ultimi compratori o richiedenti, e cioè di quelli che hanno disponibilità da impiegare o titoli da offrire. Il possessore di fondi monetari e lo speculatore operano dove — secondo il loro apprezzamento del rischio, della convenienza e delle prospettive di ogni titolo — presumono di poter effettuare l'investimento più vantaggioso. Senza pretendere che tale apprezzamento sia esatto, esso ci offre comunque la rappresentazione della disposizione generale del mercato e della valutazione relativa dei compratori e dei venditori per i diversi valori, in ogni momento del tempo.

A questo punto, potremmo anche congetturare sugli elementi psicologici che — nella mente degli operatori della Borsa — determinano l'azione nell'uno o nell'altro senso. Con ciò, peraltro, faremmo della psicologia e non dell'economia. Il nostro interesse, come economisti, non è attirato dalle rappresentazioni psicologiche dei contraenti, ma dalle domande e dalle offerte che ne risultano e che ci appaiono in forma quantitativa, originando a loro volta un'altra quantità: il prezzo.

Perchè un titolo che dà un rendimento identico a quello di un altro titolo, viene quotato in misura diversa? Forse, per la stessa ragione per cui il caffè Moka vale il 10% o il 15% più del Portorico o del caffè brasiliano? Ma chi potrebbe stabilire l'ampiezza di tale sovrapprezzo tenendo esclusivamente conto delle proprietà fisico-chimiche delle merci? Quali elementi obiettivi fanno sì che i tessuti di filo valgano 4 o 5 volte più di quelli di cotone? Quale legge bromatologica può spiegare che la carne valga 10 volte più delle patate? Non si può rispondere di-

cedo che una cosa «costa» più dell'altra; giacchè è certo che il mercato stabilisce un suo apprezzamento relativo, e se il costo di produzione non si trova in rapporto con il valore relativo del mercato, il sovrapprezzo va a favore di coloro che detengono un monopolio naturale o artificiale o a favore della materia prima con la quale la merce viene prodotta e quindi, in definitiva, a favore della terra che la produce, nella forma di una sua maggior rendita.

Le merci comuni non sono essenzialmente distinte da quelle del mercato finanziario. Possiamo considerare i differenti margini fra le quotazioni come la più esatta espressione del valore relativo che viene attribuito ai titoli. In ciò si fonda anzi la generalizzazione che dimostreremo, e che, unificando tutto il mercato, ci consentirà di giungere a conclusioni più generiche senza porre premesse oltremodo irreali.

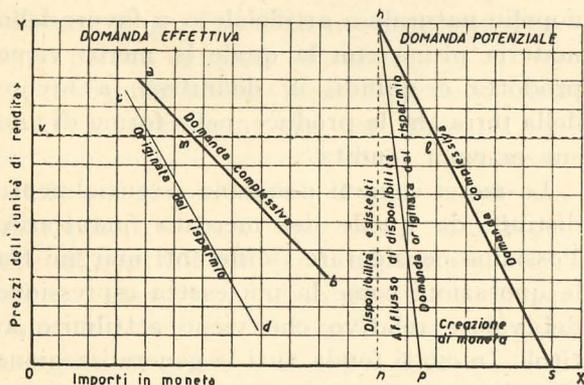
6. — ANALISI QUANTITATIVA DELLA DOMANDA.

La domanda di titoli, che costituisce offerta di denaro, viene naturalmente espressa mediante la somma delle unità monetarie che vengono offerte per ogni prezzo. Il limite massimo delle unità offerte è costituito dallo importo a disposizione dei risparmiatori, cui deve essere aggiunta la moneta creata dalla Banca nell'intervallo considerato (moneta non soltanto emessa, ma posta ad effettiva disposizione del pubblico). Tale somma complessiva verrà qui indicata come *domanda potenziale*. Evidentemente essa non viene impiegata in acquisto di titoli — entro il periodo considerato — per la sua totalità; in gran parte, rimane anzi in attesa, praticamente immobilizzata. La sua attività sarà tanto maggiore quanto più favorevoli saranno le occasioni di investimento che le si presentano (prezzi decrescenti dei titoli e quindi rendimenti più elevati). L'ammontare degli scambi, compiuti nello spazio di tempo considerato, costituirà la *domanda effettiva*.

Il grafico I offre una rappresentazione delle configurazioni della domanda. Segniamo sullo asse delle ordinate i prezzi dell'«unità di rendita» virtuale e sulle ascisse gli importi do-

mandati. Il punto n indichi il fondo a disposizione dei risparmiatori all'inizio del periodo al quale si riferisce il diagramma (un periodo breve); np rappresenti il flusso di disponi-

GRAF. I. — GRAFICO DELLA DOMANDA.



bilità durante il periodo, sia che esse provengano dal risparmio (4) sia che costituiscano il risultato dell'attrazione esercitata dal mercato considerato sopra altri mercati ad esso

(4) Il nostro concetto di risparmio è quello solito di riserva di una parte del reddito monetario; esso corrisponde alla forma che riveste sempre il risparmio in ogni economia di tipo monetario. Il risparmio assume forma reale quando si *capitalizza* (per *capitalizzazione* qui si intende l'acquisto di beni-capitali o il finanziamento di nuovi capitali). L'acquisto di capitali prodotti in un periodo anteriore, che non derivano cioè dalla produzione corrente — e ciò per titoli di qualsiasi specie — non costituisce capitalizzazione in senso sociale; esso corrisponde invece ad una operazione del mercato finanziario. Distinguiamo anche risparmio liquido consistente in denaro, risparmio cioè non ancora capitalizzato e che le operazioni del mercato finanziario non fanno che trasferire dall'una all'altra persona, e risparmio già capitalizzato che con la capitalizzazione è divenuto reddito dei produttori ed ha cessato di rimaner disponibile per il mercato finanziario. La concezione generale degli odierni autori inglesi, per cui il risparmio viene prospettato *ab initio* in forma monetaria e reale è statica ed infeconda.

Il fondo complessivo del risparmio monetario diminuisce, da un lato, per via delle quantità che vanno al consumo o alla capitalizzazione, mentre si accresce, da un altro, a causa dei risparmi in formazione. Da questo duplice movimento risulta la elasticità del fondo; si può infatti ammettere ragionevolmente che quando le circostanze sono favorevoli ad un investimento fruttifero, ne consegue un più intenso stimolo al risparmio; è pro-

collegati. Talora, vi può essere anche creazione di denaro da parte della Banca; in tal caso, essa verrà raffigurata da ps . Le quantità segnate sulle ascisse si riferiscono inizialmente ad un interesse elevatissimo (teoricamente infinito) che corrisponde al prezzo zero delle « unità di rendita »; per gli altri punti, verrà qui ammesso che gli incrementi successivi delle quantità richieste vadano decrescendo allorchè il prezzo delle « unità di rendita » cresce (e cioè diminuisce il saggio di interesse). Tale andamento decrescente della domanda potenziale (elasticità negativa) verrà rappresentato da curve che discendono verso le ascisse. La loro inclinazione rappresenta, a sua volta, l'elasticità della domanda potenziale (5).

La domanda effettiva apparirà nel grafico con la curva ab , che è molto più inclinata della domanda potenziale, comunque con elasticità negativa (maggiore domanda per prezzi minori). Se a sinistra della curva della do-

babile quindi che denaro dapprima accantonato allo scopo di soddisfare necessità o capricci personali, finisca sul mercato dei capitali, e la spesa progettata sia rinviata al futuro. Per contro, se i detentori di risparmio liquido ritengono poco attraenti gli investimenti offerti dal mercato (per es. basso saggio di interesse, alti corsi, ecc.), può accadere che essi consumino il risparmio altrui. La scelta fra spesa e risparmio avviene in virtù di una decisione che è sempre influenzata, finchè il risparmio si mantiene liquido, dalle circostanze dell'ambiente; il che cessa quando il risparmio è stato capitalizzato. Talora la capitalizzazione sarà più attiva se le prospettive industriali sono poco buone; per contro, quando gli investimenti industriali sono poco fruttiferi (il che non deve venir confuso con la redditività degli investimenti finanziari), lo stimolo alla capitalizzazione è lieve, sinchè gli industriali possono ritirare dal ciclo produttivo i capitali circolanti che rimangono liquidi e gli ammortamenti dei capitali fissi, e possono destinarli a fini speculativi.

(5) Tale elasticità dipende soprattutto dalla possibilità di creare nuovo denaro, che non era notevole nei tempi in cui si usava esclusivamente moneta metallica; crear moneta non dipendeva allora dalle necessità monetarie, ma dalle disponibilità di metalli preziosi, a meno di ricorrere alla loro rivalutazione. La cartamoneta, e soprattutto la moneta bancaria, hanno aumentato enormemente le possibilità di crear denaro in cambio di sconti e di anticipazioni su titoli, quando la situazione del mercato è favorevole.

manda effettiva vengono ritracciati i segmenti compresi fra le curve ph e sh — indicanti gli importi di denaro creati per ogni saggio di interesse — si otterrà una nuova curva cd , che rappresenterà la domanda esercitata dal risparmio esistente e non ancora investito, in quanto la curva tracciata in precedenza (a destra) rappresenta la domanda complessiva dovuta al risparmio e al credito (6).

Che cosa significa lo spazio compreso tra la curva della domanda effettiva e la curva della domanda potenziale? Evidentemente, esso rappresenta le disponibilità che non hanno subito alcuno spostamento nell'intervallo considerato. Tale spazio va allargandosi dal basso in alto, poichè quanto più alto è il prezzo (e cioè più basso l'interesse), tanto minore sarà il numero dei detentori di denaro che reputeranno conveniente l'investimento, al saggio d'interesse corrispondente, e che, *coeteris paribus*, si manterranno in posizione di attesa. Tracciamo ora una linea vl parallela all'asse dell'ascisse, che incontri la curva ab in m . Il segmento vm rappresenta il denaro che viene offerto al prezzo v , e il segmento ml l'importo che rimane inattivo poichè non reputa soddisfacente un tale compenso. Se dividiamo la prima quantità per la grandezza complessiva della domanda potenziale vl , otterremo un indice della mobilità del denaro del « fondo » del mercato finanziario durante il periodo di tempo considerato (m/l). Se tale indice viene ancora diviso per il numero di unità t compreso in detto periodo si otterrà infine la velocità di circolazione del fondo considerato ($m/lt = D/D_p t$, ove D e D_p rappresenteranno rispettivamente la domanda effettiva e quella potenziale) (7).

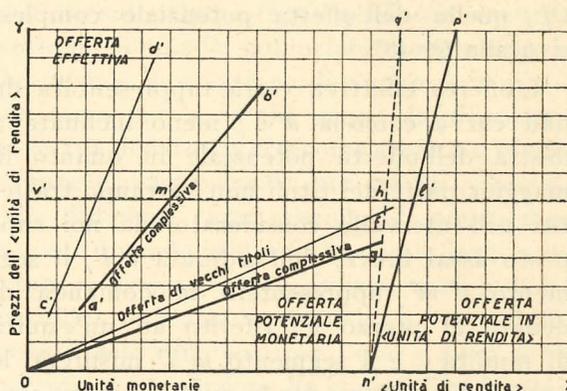
(6) Si noti che ogni creazione di denaro implica una domanda effettiva poichè il denaro nuovo entra nel mercato con il credito, e cioè con un'operazione finanziaria, e presuppone una domanda di disponibilità già soddisfatte e, in pari tempo, la emissione di un titolo rappresentativo del credito concesso.

(7) Siccome una delle cause che fanno astenersi dall'investimento coloro che posseggono disponibilità è la speranza di un più conveniente collocamento nel futuro prossimo — e cioè la causa della preferenza alla liquidità, secondo Keynes, — si

7. — ANALISI QUANTITATIVA DELL'OFFERTA.

L'offerta può essere effettiva oppure potenziale. L'offerta potenziale comprenderà tutti i titoli esistenti sul mercato, all'inizio del periodo di tempo considerato; essa costituirà pertanto una quantità sostanzialmente invariabile, che — nel grafico II — verrà rappresentata mediante la verticale n' . Indubbiamente, se si considera un mer-

GRAF. II. — GRAFICO DELL'OFFERTA.



cato particolare collegato finanziariamente con altri mercati, si presenteranno talora sul primo mercato — attratti da prezzi più favorevoli (saggi d'interesse inferiori, e cioè corsi più elevati) — dei titoli provenienti dai mercati collegati; talaltra, avverrà il contrario (quando si avranno bassi corsi); il che induce a presupporre una certa elasticità nell'offerta potenziale dei vecchi titoli, rilevata graficamente col dare alla relativa curva un'inclinazione verso destra, proprio come la curva $n'q'$. La creazione di nuovi titoli crescerà in proporzione diretta del prezzo degli stessi titoli (e cioè in proporzione allo incentivo offerto dai saggi di interesse). Tale afflusso di nuovi titoli andrà accrescendosi con l'aumento dei prezzi: rappresenteremo così la curva complessiva di offerta con la $n'p'$, che è più inclinata della $n'q'$; vi sarà naturalmente qualche quotazione tanto bassa che il saggio di interesse risulterà proibitivo e le contrattazioni di nuovi prestiti verranno annullate. Tale offerta di titoli, calcolata in « unità di rendita » virtuali, dovrà

comprende che deve esistere qualche rapporto fra la grandezza ml e tale concetto keynesiano. Ritorniamo più oltre su questa questione.

essere trasformata in domanda potenziale di moneta, moltiplicando la quantità offerta ad ogni prezzo per il prezzo medesimo. La trasformazione è necessaria per rendere omogenei il diagramma dell'offerta e quello della domanda, dato che quest'ultimo venne espresso in unità monetarie. La curva indicatrice del valore dei titoli originariamente esistenti — che è stata omessa nel diagramma per ragioni di chiarezza — corrisponde alla Oh ; quella della vera offerta potenziale alla Of ; quella dell'offerta potenziale complessiva alla Og (8).

L'offerta effettiva verrà rappresentata da una curva come la $a' b'$, meno inclinata a destra dell'offerta potenziale in quanto la maggior parte dei titoli non verranno trasferiti nell'intervallo considerato, da noi supposto assai breve. Sull'ordinata $v' l'$, il segmento $v' m'$ rappresenterà la domanda di denaro al prezzo v' , riferito ad un'« unità di rendita », e il segmento $m' l'$ misurerà le « unità di rendita » per le quali il prezzo considerato è insufficiente (9).

I nuovi titoli implicano sempre uno scambio effettuato nell'intervallo considerato, dato che l'emissione coincide con la vendita sul mercato. Se trasportiamo — a sinistra della curva che rappresenta l'offerta globale ef-

(8) Le due ultime curve costituiscono a rigore delle parabole; siccome i titoli creati rappresentano, nel breve periodo considerato, una quantità molto piccola, in rapporto alla massa esistente, la parte iniziale delle parabole non differisce sensibilmente da una retta.

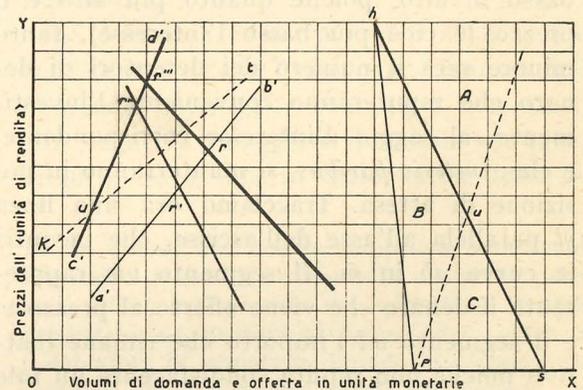
(9) Se si divide il primo di tali segmenti per quello che rappresenta l'offerta potenziale, si ottiene la velocità di circolazione dei titoli, analoga a quella del denaro. Erich Schneider ha offerto un'ingegnosa interpretazione della keynesiana preferenza alla liquidità, proponendo di sommare la offerta di titoli contro denaro (domanda di denaro) alla quantità complementare della domanda di titoli (cioè, denaro che i possessori preferiscono conservare piuttosto che cedere al saggio corrente d'interesse). Schneider chiama la prima « nuova domanda di moneta » e la seconda « autodomanda di moneta »; la loro somma complessiva rappresenterebbe la preferenza totale alla liquidità, che interseca con la domanda potenziale (denaro disponibile) nello stesso punto d'incrocio della domanda e dell'offerta effettive. (Cfr. *Zur Liquidität des Zinses*, in « *Weltwirtschaftliches Archiv* », 1949, Volume 62, fascicolo 1).

fettiva — i segmenti che indicano le nuove emissioni (per ogni quotazione dell'« unità di rendita »), otterremo una nuova curva che corrisponderà all'offerta dei vecchi titoli (curva $c' d'$).

8. — IL SAGGIO CORRENTE DI INTERESSE.

Il grafico della domanda può venir ora unito a quello dell'offerta (cfr. graf. III). Le curve di domanda e di offerta effettive verranno così ad intersecarsi ed il loro punto di incontro, r , corrisponderà al prezzo corrente dell'« unità di rendita » (che corrisponde ad un dato interesse) e, nel contempo, allo

GRAF. III. — GRAFICO DEL PREZZO DEL DENARO.



ammontare degli scambi effettuati (x). Il punto r' (intersezione della curva effettiva dell'offerta complessiva con la domanda derivante dal risparmio reale) indica il limite massimo che verrebbe raggiunto dal saggio di interesse se l'afflusso di denaro venisse ristretto senza contrarre l'emissione dei titoli. Il punto r'' indica il limite cui tenderebbe il saggio di interesse nel caso in cui tanto l'emissione di nuovi titoli quanto quella del denaro andassero restringendosi. È, finalmente, il punto r''' indicherebbe il limite cui il saggio d'interesse tenderebbe qualora si riducesse soltanto l'emissione di nuovi titoli, e non già quella di moneta.

Le nuove operazioni di credito vengono compiute in parte con denaro creato *ex novo* e in parte con i risparmi già esistenti. Segniamo sul diagramma dell'offerta effettiva la creazione di nuova moneta (tracciando sulla curva $c' d'$ i segmenti che misurano il denaro creato per ogni quotazione, o per ogni

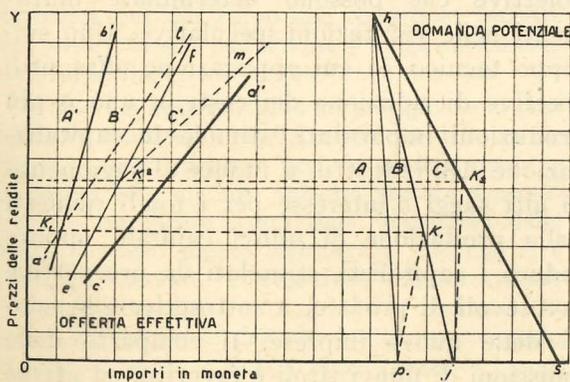
saggio d'interesse); otterremo la kt che rappresenta quella parte di offerta che vien soddisfatta con moneta creata *ex novo*. Al di sopra del punto u , la creazione di moneta finanzia soltanto una parte delle nuove emissioni di titoli, lasciando il rimanente a carico del risparmio disponibile sul mercato. Nel punto u la nuova moneta finanzia esattamente l'emissione dei titoli; al di sotto di u , la nuova emissione di denaro finanzia anche una parte dell'offerta dei vecchi titoli. La discriminazione ora operata può essere ottenuta anche riportando i segmenti che si trovano fra $a' b'$ e $c' d'$ sulla curva ph .

L'equilibrio può essere stabile soltanto se il punto u si trovi al disotto di r ; se infatti si trovasse al di sopra, il saggio d'interesse tenderebbe a ribassare sino ad u , determinando così un'eccedenza di fondi disponibili, sovrabbondante per l'acquisto dei nuovi titoli, e tale quindi da accrescere la domanda dei titoli vecchi e da innalzare le quotazioni; il che avviene quando, per assicurare il collocamento di un prestito, vengono fissati dei prezzi di emissione inferiori al rendimento corrente dei titoli.

9. — IL PROBLEMA DEI SAGGI MULTIPLI DI INTERESSE.

Nel grafico IV, abbiamo ritracciato le curve $a' b'$ e $c' d'$ che rappresentano, come al solito, rispettivamente, l'offerta ai diversi prezzi dei vecchi titoli e l'offerta totale; fra tali curve abbiamo inserito la nuova curva

GRAF. IV. — MERCATI A LUNGO E A BREVE TERMINE.



A - Disponibilità esistenti. — B - Moneta creabile a lungo termine.
 C - Moneta creabile a breve termine.
 A' - Titoli esistenti. — B' - Titoli creabili a lungo termine.
 C' - Titoli creabili a breve termine.

ef che divide, nella creazione complessiva di nuovi titoli, quelli a lungo termine da quelli a breve. La curva ef indica quindi l'offerta complessiva di vecchi e nuovi titoli a lungo termine; i segmenti compresi fra la curva ef e quella $c' d'$ rappresentano la creazione di titoli a breve termine emessi nel periodo considerato.

D'altra parte, alla destra del grafico abbiamo tracciato la domanda potenziale inserendo — fra la curva delle disponibilità esistenti sul mercato (hp) e quella che rappresenta la domanda potenziale complessiva e che include la creazione di nuovo denaro — una terza curva hj che segna la demarcazione tra denaro creato come credito a lungo termine e denaro creato per crediti a breve.

Le differenti caratteristiche di questi due mercati dipendono dal fatto che le leggi monetarie e bancarie — o, in loro vece, le consuetudini bancarie e finanziarie — stabiliscono regole differenti per l'uno e per l'altro mercato. La tradizione ha consolidato la pratica di concedere crediti molto più largamente per gli sconti commerciali che per qualsiasi altra operazione di credito nell'intento di favorire il traffico mercantile, senza che il denaro così creato implichi pericoli di inflazione (semprechè i titoli posti in circolazione siano il risultato di normali scambi commerciali).

Ogni curva di domanda può essere riportata, analogamente a quanto è stato fatto per l'offerta totale di nuovo denaro per prestiti, sulle corrispondenti curve di offerta, o viceversa, dando così origine alle curve lk_1 e pk_1 ed a quelle mk_2 e jk_2 . L'intersezione di queste curve con quelle tracciate in precedenza determina dei saggi d'interesse che saranno diversi fra loro e stabili, sempre che venga mantenuta con rigore la separazione dei due mercati. Se vi fosse libertà illimitata di procurarsi denaro con gli strumenti al minor saggio d'interesse, e cioè denaro a breve termine, per richiedere titoli a lunga scadenza, il denaro a breve termine tenderebbe a salire e quello a lungo termine a ribassare sino ad eguagliarsi, salvo il margine segnato dalle differenti stime del pubblico per ogni forma specifica di collocamento del denaro. Un tale movimento non sarebbe peral-

tro possibile perchè, a parte le sue difficoltà tecniche, le regole bancarie prescrivono la esclusione di ogni operazione di sconto che nasconda un'operazione a lungo termine; i due tipi del saggio d'interesse rimangono così divisi, senza possibilità di livellarsi, e ognuno di essi vien determinato da una domanda e da un'offerta indipendenti. Avverrà invece che tutti i risparmi che non siano attratti da un vantaggio speciale verso investimenti a breve termine, verranno assorbiti da quelli a lunga scadenza, che consentono di ottenere un saggio d'interesse più elevato; la maggior parte degli sconti di effetti a breve termine verrà così lasciata alla creazione di cartamoneta o di moneta contabile.

Ritengo che queste considerazioni sostituiranno vantaggiosamente le molte pagine che sono state scritte per giustificare l'esistenza di un saggio d'interesse a breve e di un altro a lungo termine; partizione che è in atto solo dal momento in cui si riconobbe che l'emissione fu originata dallo sconto di effetti come veniva praticato dalle prime Banche che godevano del diritto di emissione senza privilegio (il biglietto di banca costituiva in quei tempi soltanto un documento con firma accreditata, che sostituiva utilmente un effetto commerciale con firma meno conosciuta).

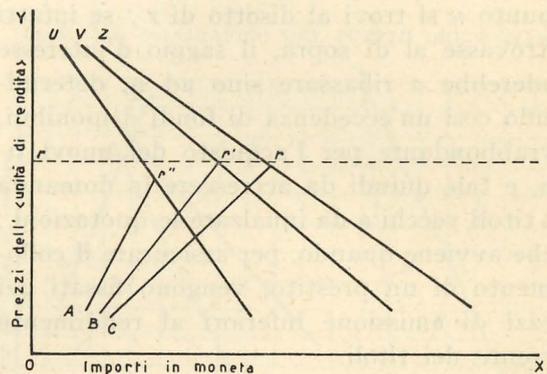
10. — ANALISI DEL MERCATO A LUNGO TERMINE.

L'offerta di questo mercato comprende: titoli con rendimento fisso o quasi fisso; titoli con rendimento variabile; nuovi titoli o prestiti. La domanda può essere, del pari, suddivisa in modo analogo (cfr. grafico V).

I punti di intersezione delle rispettive domande ed offerte potranno coincidere o meno sulla stessa linea orizzontale. Nel caso di coincidenza vi sarà equilibrio; tale equilibrio non esisterà peraltro se i soli importi nominali si eguagliano, ma soltanto quando l'ultimo offerente li consideri ugualmente vantaggiosi, tenuto conto dei vantaggi netti relativi ad ogni classe particolare di titoli. Se poi non vi è equilibrio, le richieste ver-

ranno specialmente concentrate su quei valori o su quei beni considerati più convenienti dai compratori attivi, ed i venditori si rivolgeranno a quel mercato particolare da essi reputato più favorevole a causa degli alti prezzi (cioè del basso rendimento relativo); in tal modo, l'equilibrio verrà prontamente ristabilito, a meno che mutino le valutazioni degli operatori ed intervengano nuovi squilibri, dando origine ad un movimento costantemente in cerca di un equilibrio che — nel caso in cui le circostanze varino fre-

GRAF. V. — ANALISI DEL MERCATO DEI TITOLI A LUNGO TERMINE.



- A - Offerta di titoli di rendita fissa o semifissa.
- B - " " " " " variabile.
- C - Offerta complessiva di titoli a lungo termine o a termine indefinito (inclusi i nuovi titoli creati).
- U - Domanda di titoli di rendita fissa o semifissa.
- V - " " " " " variabile.
- Z - Domanda complessiva di titoli a lungo termine.

quentemente — non sarà mai completamente raggiunto; ciò che costituisce, d'altra parte, la caratteristica di ogni mercato.

È interessante ricercare alcune delle cause obiettive che possono determinare mutamenti nelle valutazioni speculative. Uno sviluppo tecnico, la cui applicazione offra prospettive di riduzione dei costi in una o più produzioni importanti, stimola la capitalizzazione dell'industria e induce al pagamento di alti saggi d'interesse per i fondi richiesti dalla produzione di nuovi capitali, oppure induce i capitalisti, stimolati da prospettive favorevoli di profitto, a sottoscrivere le azioni delle nuove imprese. Il comparto delle emissioni di nuovi titoli è favorito, ed attrae le disponibilità del mercato finanziario, che trascurano la domanda degli altri settori, le cui quotazioni declinano; i relativi saggi di

interesse vanno così aumentando, sinchè non si stabilisce un equilibrio con il settore preferito dagli investitori. Un aumento generale e persistente dei prezzi delle merci accresce i profitti delle imprese già esistenti, e gli alti dividendi che si ottengono — o si spera ottenere — dalle azioni di tali imprese ne stimolano la domanda, innalzandone le quotazioni e provocando la rarefazione delle disponibilità nei settori rimanenti, finchè non avviene un livellamento generale dei rendimenti attesi.

Nel settore dei titoli a reddito fisso, o quasi fisso, non si daranno — per definizione — movimenti di aumento assoluto del rendimento; si avranno comunque delle ripercussioni se la redditività e le prospettive degli altri due mercati diminuiranno, come avviene

nella fase di depressione. In tal caso, con la diminuzione generale dei redditi, i risparmi si formeranno più lentamente e quei pochi che verranno accumulati saranno preferibilmente assorbiti dai titoli a reddito fisso; essi abbandoneranno i titoli a rendimento variabile e la capitalizzazione reale, per il momento disistimati. Questi spostamenti porteranno infine ad un aumento delle quotazioni dei titoli a reddito fisso, e quindi, data la costanza del rendimento stesso, ad una riduzione proporzionale del saggio d'interesse relativo. La redditività dei titoli a reddito fisso non potrà mai comunque annullarsi per quanto alti salgano i corsi; ciò che invece non è certo per gli altri titoli e valori, i quali, nel corso della depressione, possono offrire prospettive di perdita netta.

Appendice metodologica

I. — INTERPRETAZIONE E VALORE DELLE RAPPRESENTAZIONI GRAFICHE.

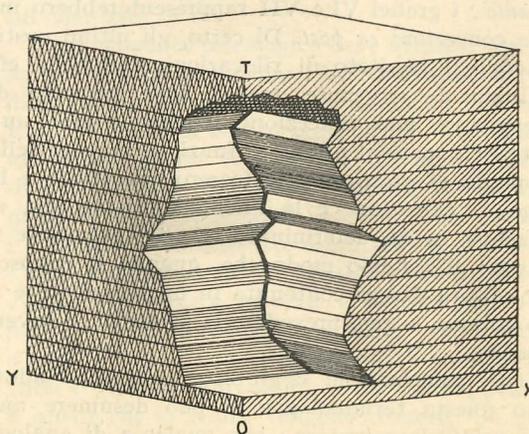
I grafici tracciati per illustrare il testo hanno un valore puramente didattico; il loro scopo è quello di rendere « visibili » dei concetti la cui spiegazione puramente letteraria sarebbe molto prolissa e di dubbia chiarezza. Non bisogna peraltro dimenticare che si tratta di costruzioni puramente teoriche, non soltanto perchè sono state costruite in modo arbitrario e per fini esclusivamente dimostrativi, ma perchè sono fondate su ipotesi che non possono essere praticamente riscontrate. Lo stesso accade con la maggior parte dei diagrammi di questo tipo che vengono utilizzati nella scienza economica per dar corpo alle concezioni astratte degli autori, benchè non sempre si tenga abbastanza conto delle limitazioni implicite nel loro uso.

Ognuno dei nostri diagrammi presuppone la possibilità di conoscere i diversi valori che nello stesso istante — o in un breve periodo entro il quale le condizioni generali non abbiano mutato sensibilmente — verrebbero assunti dalla domanda e dalla offerta per ogni prezzo considerato. Ciò che ci è possibile osservare e registrare statisticamente sono esclusivamente i dati rilevati in momenti diversi e caratterizzati dalla variabile tempo, entro la quale — a parte le variazioni del prezzo — hanno potuto subire dei mutamenti le molteplici circostanze che intervengono nel fenomeno della domanda e dell'offerta. Tali dati, se trasportati su un sistema di coordinate, non denunciano la mi-

nima uniformità, appunto perchè non omogenei. Per dare un esempio concreto, ho rilevato alla Borsa di Madrid due serie di 16 dati ciascuna; la prima ci indica il rendimento di un titolo di piena sicurezza e a reddito fisso, rendimento che può assumersi come saggio corrente di interesse del mercato; la seconda è costituita dal volume monetario degli scambi avvenuti nelle stesse date. Con tali serie, è possibile tracciare una nuova curva, proiettata nello spazio, usando il tempo come terza coordinata.

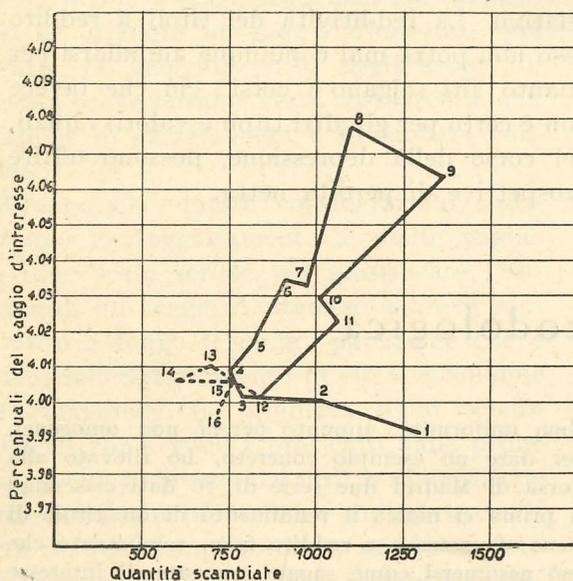
Il diagramma VI intende dare per l'appunto una immagine grafica del risultato. Il cubo che in esso

GRAF. VI. — RAPPRESENTAZIONE NELLO SPAZIO DI UN FENOMENO FINANZIARIO REALE.



appare in prospettiva rappresenta un sistema di tre assi. Sulle ascisse OX sono state segnate le variazioni delle quantità scambiate; sulle ordinate OY i saggi di interesse; il terzo asse, OT , corrisponde al tempo. Si supponga che nelle facce del cubo, OXT e OYT , seguendo le sinuosità delle rispettive curve, siano state tracciate le sezioni delle facce medesime mediante piani a loro perpendicolari. I punti di incontro di tali sezioni ci danno una spezzata che si distacca dal fondo, e cioè una

GRAF. VII. — FLUTTUAZIONI SIMULTANEE DEL SAGGIO D'INTERESSE CORRENTE E DEL VOLUME DEGLI SCAMBI IN BORSA



curva molto complessa. Nel grafico VII abbiamo proiettato tale curva sul piano OXY , le cui coordinate costituiscono il prezzo e la domanda, come nei nostri diagrammi ipotetici.

2. — FALSE CONCEZIONI A PROPOSITO DEL « REALE » E DELL'« IPOTETICO ».

Secondo gli economisti di scuola svedese, grafici come quelli dall'I al V rappresentano concezioni *ex ante*; i grafici VI e VII rappresenterebbero invece concezioni *ex post*. Di certo, gli ultimi costituiscono il risultato di rilevazioni statistiche effettivamente avvenute, mentre il I pretende di interpretare una concezione teorica, e cioè una ipotesi che pone il prezzo in funzione inversa della domanda di guisa che, se fossero conosciute e la legge di variazione e la quantità domandata, si potrebbe, in un determinato istante, prevedere il prezzo; allo stesso modo che, quando si conosce la quantità di gas contenuta in un recipiente e il suo volume, si può prevedere la pressione, e inversamente.

Dalle affermazioni degli economisti che adottano questa terminologia, si può desumere una loro particolare pretesa: che qualcosa di analogo

a tali schemi esista realmente nella mente dei soggetti economici (1). Ciò costituisce, a mio giudizio, un errore. Essi presuppongono che i soggetti economici dispongano per ogni istante futuro, e per ogni prezzo o saggio di interesse, che abbia a prevalere in detto istante, di un piano di compra e vendita di titoli, di accettazione e di cessione di prestiti, dimodochè, attraverso la somma di tali piani, per tutti i soggetti, considerati in tutti i tempi e per tutti i possibili prezzi si otterrebbero i dati necessari per la costruzione delle curve. Tale schematizzazione risponde a verità? Se l'immensa maggioranza dei possessori di titoli e di denaro considerasse per un momento, introspektivamente, la propria condotta, risponderebbe di non avere alcuna idea di tali schemi ed aggiungerebbe che, al momento, si opera secondo gli impulsi e le circostanze di fatto.

3. — UN PARAGONE CON LA FISICA.

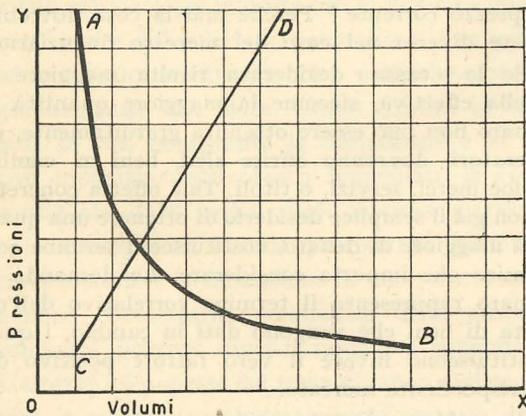
Una comparazione con il metodo di ricerca delle scienze fisiche può ottimamente servire a mettere in evidenza l'errore contenuto in tali concezioni. Nel graf. VIII la curva AB rappresenta la legge di compressione di un gas sottoposto a diversi gradi di pressione. Tale curva può essere comparata a quella che rappresenta la domanda, purchè i prezzi vengano sostituiti con le pressioni ed i volumi con le quantità. Di fatto, i dati necessari per disegnare la curva delle quantità vengono ottenuti sottoponendo una data quantità di gas a diverse pressioni, ferme restando le altre condizioni ambientali. Per ottenere una curva analoga a quella dell'offerta, occorre invece supporre un esperimento particolare; ci si potrebbe servire di un recipiente elastico in cui introdurre quantità crescenti di gas e misurare la sua pressione ed il suo volume in ogni istante; i dati così ottenuti, trasportati sul tre assi del grafico tridimensionale, ci darebbero una curva del tipo della CD che si innalzerebbe da sinistra a destra, sempre che quan-

(1) Occorre riferirsi a ciò che scrisse Ohlin in polemica con Keynes; egli sostiene che bisogna rigorosamente distinguere la quantità di credito effettivamente concessa (che corrisponde alla quantità di merce comprata o venduta) e le curve di offerta e domanda di credito (o di merci). La prima corrisponde semplicemente al punto di intersezione delle curve. Quando si dice, in materia di teoria dei prezzi, che il prezzo di una merce dipende dalla domanda e dall'offerta, si deve intendere che esso è determinato dalle curve di domanda e di offerta che si riferiscono alle comprate e vendite prospettive (*planned*), supposti cioè certi possibili prezzi in un dato periodo di tempo futuro. Le curve costituiscono concetti *ex ante* e indicano progetti alternativi di compra e vendita. Analogamente, il credito viene determinato dalle curve di domanda e di offerta di credito o, in altri termini, di titoli (*claims*). Il ragionamento sulle cause è posto *ex ante*. Ohlin aggiunge in una nota: « L'obiezione di Keynes — e cioè, l'affermazione che l'eguaglianza fra la domanda e l'offerta di credito è certa *ex definitione* e non spiega nulla — dipende da una confusione fra il punto di vista *ex post* e quello *ex ante*; *ex post* abbiamo il punto d'intersezione fra le curve; *ex ante* le curve complete, che determinano dove si trova tale punto d'intersezione ». (Cfr. la polemica fra Ohlin e Keynes in « The Economic Journal », 1937; vedi la nota citata a pag. 423-4.

tà di gas, pressioni e volumi, aumentassero simultaneamente. Si avrebbe un punto di intersezione quando la quantità di gas eguagliasse la quantità costante adoperata nella costruzione della curva *A B*.

Ora, per far stupire un fisico basterebbe dirgli che i dati ottenuti con tale esperimento costituiscono dati *ex-ante*, in quanto si potrebbero ottenere altri dati *ex-post* per mezzo di altri esperimenti in cui si facessero variare le circostanze supposte costanti in un primo tempo (pressione, volume, quantità di gas, temperatura ecc.). Si dirà :

GRAF. VIII. — CURVE DI OFFERTA E DI DOMANDA SECONDO UN'IMMAGINE FISICA.



in economia non è possibile sperimentare ; ed infatti, in ciò consiste la differenza fra i metodi di ricerca delle scienze fisiche e quelli delle scienze sociali. L'osservazione dei fatti naturali rassomiglia talora a quella dei fenomeni dello scambio, studiati dalla Economia. È vero che non possiamo conoscere i valori che assumerebbe una data grandezza, in corrispondenza alle variazioni della variabile di cui è funzione ed in assenza di cause perturbatrici ; nel laboratorio di Fisica si riesce peraltro a sottrarre il fenomeno alle influenze che si vogliono neutralizzare e ad isolare dei valori che costituiscono la funzione di una sola variabile ; i diagrammi così ottenuti sono sperimentali e statici. Se le circostanze non mutano, il tempo può infatti essere considerato praticamente come una costante. La situazione dell'economista può essere in certo qual modo paragonata a quella del fisico, purché egli giunga, come risultato delle sue osservazioni e dei suoi ragionamenti, ad intuire un dato principio ; se egli riesce ad immaginare degli adeguati esperimenti, atti a dimostrarlo, comprova la sua ipotesi ; pertanto, egli la considera come un'ipotesi di lavoro ed osserva se i risultati ottenuti non contraddicono il suo principio. L'impossibilità di dare dimostrazioni sperimentali, che è propria dell'economista, lo pone costantemente in una posizione che non è sempre infeconda se riesce a dare una rappresentazione coerente della meccanica eco-

nomica, comprensibile cioè ed applicabile in pratica con risultati positivi.

Quindi, se per concetto *ex ante* intendiamo puramente un principio aprioristico, la cosa è ammissibile ; cessa invece di essere tale, soltanto quando si suppone che corrisponda ad una realtà che preesiste nei soggetti economici sotto forma di piano, di anticipazione o di prospettiva, che ammette una espressione quantitativa. Tale concezione giunge inoltre a fondere in un *totum revolutum* i genuini concetti economici con postulati psicologici che, nella migliore delle ipotesi, nulla possono spiegare di per se stessi.

4. — INUTILITÀ DEI FATTORI PSICOLOGICI.

I fattori psicologici non esercitano alcuna influenza diretta sui fenomeni economici, persino nell'ambito della Borsa che, per la sua stessa natura tipicamente speculativa, sembrerebbe il più ricettivo.

Non è difficile seguire nei dettagli il gioco di tali fattori. Supponiamo che un operatore visiti la Borsa e ritenga che i prezzi siano troppo alti e che il vendere titoli costituisca l'unico modo per far denaro ; ora, tale giudizio può, di per sé, influire sui corsi e deprimerli ? Se l'operatore possiede effettivamente dei titoli e li getta sul mercato ad un corso inferiore a quello corrente, provocherà un effetto ribassista, che non costituirà peraltro una conseguenza della sua ideazione, ma un concreto effetto della sua offerta. Per contro, se egli non possiederà titoli e non potrà porli in vendita, le sue previsioni non eserciteranno alcun effetto ribassista. Se poi, non possedendo titoli, può disporre di credito, potrà offrire i titoli a termine, sperando di poterli acquistare ad un corso più basso, o con la semplice liquidazione delle differenze. Infine, se l'operatore è influente negli ambienti della Borsa, potrà esercitare un'azione al ribasso, senza compiere nessun atto economico, e cioè colla semplice diffusione delle sue previsioni, sempre che riesca ad indurre i suoi ascoltatori ad offrire prezzi più bassi o più alti. In tal caso si avranno atti concreti di offerta e di richiesta attraverso i quali esiste la sola possibilità di influire sul mercato.

Ogni elemento psicologico deve attuarsi per mezzo di un atto economico, che costituisce il punto di partenza dell'indagine « meccanica » dell'economia. Se l'analisi cominciasse prima costituirebbe un grosso errore di metodo. Un esempio tipico di questo errore ci è anzi offerto dalla teoria dei moderni psico-economisti che vorrebbero spiegare i fenomeni del mercato monetario in termini di « cassa » effettiva e di « cassa » desiderata. La « cassa » desiderata sarebbe costituita dalle somme che ogni individuo vorrebbe conservare — e così la collettività come somma e compendio di tutti i desideri individuali — in contrapposizione a quelle che in realtà vengono ritenute. Se questa

ultima quantità è maggiore della prima, gli individui cercheranno di disfarsi dell'eccedenza, il che farà ribassare il prezzo ed il valore del denaro.

Occorre osservare la cosa più da vicino, nei suoi termini estremi. Disfarsi del denaro è la cosa più facile del mondo; non c'è che da gettarlo; se nessuno lo raccoglie, la « cassa » complessiva verrà ridotta alla quantità desiderata. Evidentemente, ciò non accadrebbe poichè il denaro abbandonato sarebbe sicuramente raccolto da coloro che ne sono privi — e cioè dalla maggioranza dei soggetti economici — e da coloro che, pur possedendo moneta, saranno ben lieti di possederne di più (e questi ultimi costituiscono quasi tutto il rimanente della popolazione). Si vede dunque che, anche in questa ipotesi paradossale, non si riuscirebbe a ridurre la quantità del denaro esistente, nemmeno nel caso in cui alcuni ritengono di averne troppo, sino al punto di disfarsi disinteressatamente dello eccesso. L'ipotesi dimostra infine che una collettività non reputa mai di possedere abbastanza denaro per rinunciare gratuitamente a conservarne una quantità maggiore. Questa è la realtà.

I psicoeconomisti non vogliono certamente sostenere che i detentori di moneta desiderino disfarsene gratuitamente. Tali teorici affermano infatti che i detentori di moneta considerano l'opportunità di privarsene contro uno scambio fruttifero. Qui sta infatti il nodo della questione: si può acquistare qualcosa soltanto se esiste un oggetto che si vuole ottenere in cambio e del quale si fa domanda; l'alienazione di moneta non costituisce che un mezzo per realizzare tale domanda. Questo è il lato positivo del problema; lo scopo del denaro è quello di acquistare oggetti utili, e il suo valore dipende sempre dall'utilità di tali oggetti. Non si può infatti parlare del desiderio di conservare meno moneta, ma di quello di procurarsi cose acquistabili con la moneta stessa. Il semplice desiderio di disporre di una quantità minore di moneta

costituisce un'aspetto puramente negativo che non produce alcun effetto economico, se non appare come offerta effettiva di denaro la quale presuppone a sua volta, a meno che non si desideri di fare un dono, la domanda di qualche bene. Ora, perchè non considerare tale aspetto positivo come avviene in tutti gli altri casi? Se volessimo servirci di questo metodo singolare per esprimere i movimenti del mercato del grano, dovremmo rappresentare il rialzo o il ribasso del prezzo da parte dei possessori di grano espressione del desiderio di trattenerne più o meno cereale di quello che in realtà conservano. Non è invece evidente che il rialzo o il ribasso del prezzo del grano si deve al fatto che la quantità di grano richiesta dai compratori è maggiore o minore di quella che i venditori offrono al prezzo corrente? Perchè mai la cosa dovrebbe essere diversa nel caso del mercato finanziario?

Se la « cassa » desiderata risulta maggiore di quella effettiva, siccome la maggiore quantità di denaro non può essere ottenuta gratuitamente, gli operatori dovranno offrire altri beni in cambio e cioè merci, servizi, o titoli. Tale offerta concreta, e non già il semplice desiderio di ottenere una quantità maggiore di denaro, costituisce il termine economico che importa considerare. La domanda di denaro rappresenta il termine correlativo dell'offerta di beni che vengono dati in cambio, i quali costituiscono invece il vero fattore positivo del corrispondente mercato.

Il problema è stato evidentemente male impostato appunto perchè — a cagione del metodo seguito — si è stati incapaci di rendere concrete la domanda e l'offerta quali termini diversi e reali, il che ha condotto a creare dei vuoti schemi psicologici con cui sostituire i legittimi concetti economici ai quali non si è saputo infondere vita effettiva.

GERMÀN BERNÀCER