

Milano, 14 novembre 1926.

APPUNTI sulla SITUAZIONE MONETARIA.

I. Queste brevi note sono suggerite dalla considerazione realistica delle necessità della situazione attuale della economia italiana.

Per poter apprezzare concretamente gli effetti della politica monetaria inaugurata con il discorso di Pesaro, bisogna tenere ben fermo in mente che essa tocca una economia che stava attraversando una fase molto delicata, le cui effettive origini sono da rintracciarsi nelle stesse ragioni che, fin dall'inizio, hanno favorito il sorgere e lo svilupparsi dell'industria italiana.

Tale sviluppo ha potuto prodursi - ed intensificarsi nel periodo bellico e postbellico - solo mercè un continuo finanziamento da parte delle banche con operazioni che rivestono il carattere di credito mobiliare, vale a dire implicano la più o meno lunga immobilizzazione di disponibilità ed hanno per conseguenza la necessità di procedere molto accortamente negli smobilizzi, soprattutto attraverso il collocamento presso i privati risparmiatori degli aumenti di capitale delle industrie. In tal modo occorre agire se non si vogliono compromettere le esigenze di vita della produzione con eventuali improvvise pressioni sulle aziende finanziate, - pressioni a cui le banche possono essere costrette dalle necessità della loro stessa esistenza, quando sopravvengano fatti di ordine generale che, lungi dal permettere quell'accorto smobilizzo cui si è accennato, tendono anzi a introdurre nuovi elementi di immobilizzazione.

Tali pressioni, con le conseguenze che è facile prevedere, sarebbero indubbiamente determinate se si applicasse una politica di rivalutazione monetaria, con criteri puramente meccanici.

II. L'obiettivo a cui deve tendere la rivalutazione della moneta è indubbiamente quello della diminuzione dei prezzi delle merci.

Orbene: l'opinione che non si possa raggiungere tale obiettivo se non con la deflazione, si basa su di una illusoria analogia fra il processo di inflazione e quello di deflazione.

Poichè si è visto che, durante l'inflazione, alle successive emissioni di nuova carta moneta si accompagnava, con sincronismo quasi perfetto, un rialzo dei prezzi, si è facilmente portati a credere che ad una diminuzione nella quantità dei mezzi di pagamento debba seguire necessariamente e in modo immediato un ribasso. Ma la facilità con cui durante l'inflazione si era pronti ad aumentare i prezzi appena le circostanze lo permettessero, non trova affatto rispondenza nel processo inverso, giacchè i detentori di merci oppongono un'accanita resistenza alle circostanze che tendono a farne diminuire i prezzi. Questa resistenza non può essere vinta se non dopo un prolungato periodo di forte pressione, durante il quale, essendo stata ridotta la quantità dei mezzi di pagamento, ma non ancora ridotti i prezzi - e perciò accumulandosi gli stocks invenduti di merci - si determina una paralisi generale della produzione.

Se si osserva però come il processo reale dell'aumento dei prezzi prodotto dalla inflazione consistesse in un rapido aumento dei redditi monetari di fronte ad una stazionaria offerta di prodotti, si vede come tale processo possa essere rovesciato o con una diminuzione dei redditi monetari, attraverso la riduzione della circolazione che avvenga più rapidamente della diminuzione della produzione; oppure mantenendo invariati i redditi monetari e nello stesso tempo incoraggiando l'aumento della produzione industriale ed agricola. Il primo mezzo è quello che, come si è notato, porta diritto alla crisi, e la rivalutazione della moneta ottenuta attraverso di esso è un fatto essenzialmente superficiale, poichè, ben lungi dal rappresentare un rafforzamento della ricchezza ma -

zionale, ha per conseguenza la stasi della produzione e perciò un reale impoverimento del paese. Il secondo mezzo, al contrario, è quello che produce una rivalutazione sostanziale ed effettiva, in quanto si basa sull'aumento concreto della ricchezza nazionale.

III. Ma per giungere a siffatto risultato, il primo passo deve necessariamente consistere nella stabilizzazione della moneta. Questa, correttamente intesa, va interpretata:

- (a) come argine ad un'ulteriore svalutazione oltre certi limiti opportunamente determinati in base alla situazione economica e finanziaria del paese, limiti che troveranno la loro sanzione legislativa quando di fatto ne sarà stata provata efficacemente la resistenza;
- (b) come desistenza da qualsiasi tentativo diretto a variare artificialmente il rapporto di cambio con le monete estere, ma non come impedimento a successive naturali rivalutazioni della moneta nazionale, cioè a successivi ribassi dei prezzi interni delle merci, derivanti da una maggiore produzione;
- (c) come mezzo atto ad arrestare le emigrazioni di capitale sotto qualsiasi forma ed a stimolare al rimpatrio i capitali già evasi;
- (d) come base per la tranquillità della produzione, la quale è profondamente turbata dalle variazioni nel valore della moneta, a meno che tali variazioni non siano il naturale risultato dello sviluppo della produzione stessa.

IV. Presupposto essenziale per effettuare la stabilizzazione è il risanamento della circolazione. Quando si dice circolazione sana, quel che importa considerare è il rapporto fra i biglietti emessi e le riserve auree o di divise pregiate: ora, ogni cento lire di biglietti che si emettono per acquistare cento lire di riserve, fino al limite fissato per la stabilizzazione, non pesano sulla circolazione, bensì ne rappre-

sentano un miglioramento qualitativo. Ciò non solo perchè i biglietti così emessi sono originati da un'operazione che è in sè rigorosamente corretta (come è provato dal fatto che tutte le banche di emissione dei paesi a valuta pregiata, quali la Banca d'Inghilterra e le Federal Reserve Banks, sono autorizzate a disporre ad emettere qualsiasi quantità di propri biglietti in cambio di un uguale ammontare di oro), ma anche perchè i biglietti che servono per acquistare divise pregiate contribuiscono a migliorare la qualità di tutto il complesso della circolazione, compresa quindi quella parte già emessa precedentemente.

V. A questo tipo di miglioramento della circolazione costituisce un ostacolo il limite fisso posto alla circolazione stessa: infatti, mentre da una parte esso di per sè non opera nel senso di migliorare la circolazione esistente, impedisce dall'altra che questo miglioramento qualitativo possa determinarsi attraverso il rafforzamento delle riserve di divise. Ed a questo riguardo sia permesso di rilevare come, in fatto, la fissazione del limite di circolazione si sia accompagnata con la sospensione degli acquisti di divise pregiate, che pur potevano essere condotti in questi ultimi tempi a condizioni ed a prezzi molto vantaggiosi.

VI. Inoltre, in linea più generale, non risponde alla realtà la supposizione, implicita nella imposizione di un limite insuperabile alla circolazione, che vi sia una determinata cifra al disotto della quale la circolazione sia buona ed al disopra della quale sia tutta cattiva. La verità si è che la circolazione può essere buona o cattiva tanto al disopra quanto al disotto di qualsiasi limite fissato a priori. Ed è appunto compito precipuo dell'Istituto di emissione, non già di operare come una ghigliottina che meccanicamente miete sopra un piano fisso, bensì di sceverare le operazioni secondo la loro qualità: e precisamente tener presente che quando i biglietti sono emessi contro carta che

rappresenta genuine operazioni commerciali, essi, per il loro stesso destino, vengono automaticamente ad estinguersi prima che i loro effetti sulla circolazione siano risentiti; mentre invece se si trattasse di biglietti emessi per nuovi affari industriali, essi graverebbero permanentemente sulla circolazione, anche se contenuti entro il limite fisso predeterminato. E' in tal senso quindi che occorre disciplinare il credito e non con la spinta a procedere alla liquidazione di imprese già esistenti, per supplire al difetto di circolante istantaneamente prodotto dal semplice annuncio di un limite insormontabile posto alla circolazione. Perchè tale annuncio non può operare se non nel senso di spingere ognuno, banche e privati, ad assicurarsi immediatamente una parte quanto più grande possibile del limitato margine disponibile; mentre normalmente non si avrebbe nessuna preoccupazione e non si chiederebbe fino a che non se ne avesse bisogno. Che ciò sia avvenuto, è provato dal fatto dell'imboscamento di lire in cifra considerevole da parte di privati, prodottosi in Italia nel corso degli ultimi due mesi e aggravato dalla diminuzione nella velocità di circolazione della massa monetaria. La riprova poi ne è costituita dallo stesso provvedimento relativo all'aumento di tale limite consentito dal decreto che ha sanzionato l'operazione di consolidamento dei Buoni del Tesoro, - operazione questa che non può essere intesa se non come preludio alla stabilizzazione.

VII. Difatti il consolidamento dei Buoni deve essere interpretato in tal senso, primo, perchè non esso evidentemente si è voluto evitare ad ogni costo il pericolo che il pubblico, detentore dei Buoni stessi, forzasse la volontà dello Stato, diretta al risanamento della moneta, costringendolo ad una emissione di biglietti con la presentazione dei Buoni per il rimborso; secondo, perchè esso non può preludere ad una drastica rivalutazione della moneta attraverso la deflazione, giacchè in tal sana tendenza da parte del pubblico detentore dei Buoni sarebbe stata precisamente opposta alle richieste di rimborso, in quanto esso

avrebbe avuto l'interesse a tesaurizzare i Buoni per raccogliere interamente i frutti delle conseguenze rivalutatrici della deflazione. Prova ne sia che quando in Inghilterra si è proceduto alla deflazione, ben lungi dal verificarsi l'aumento di richieste di rimborsi dei Buoni del Tesoro inglesi, si è largamente intensificata la richiesta di acquisti dei Buoni stessi; ciò che ha permesso al Tesoro di rinnovare i Buoni scadenti ad un saggio molto più basso del precedente.

Il favore che, nonostante i sacrifici da esso imposti, ha accolto il provvedimento di consolidazione dei Buoni si spiega perciò benissimo solo quando si consideri che il provvedimento medesimo è fondatamente ritenuto come un decisivo passo verso la stabilizzazione.

VIII. In conclusione, mentre tanto la inflazione quanto la deflazione si risolvono, in ultima analisi, nella espropriazione di una classe a favore di un'altra, la stabilizzazione non altera affatto la naturale distribuzione della ricchezza, quale è determinata dal libero giuoco delle leggi economiche.

Nei riguardi specifici del credito, poi, la stabilizzazione non produce, come la deflazione, quella specie di congelamento di tutte le attività delle banche - ed in particolare del loro portafoglio finanziario - che, come si è accennato, rappresenterebbe uno dei fattori essenziali della paralisi della produzione conseguente alla deflazione. Al contrario, essa serve a restaurare su solida base e con relativa solidità le condizioni più atte a permettere la ripresa ed il compimento dello smobilizzo dei finanziamenti industriali, attraverso i necessari aumenti di capitale, la cui effettuazione è - d'altronde - disciplinata da apposite disposizioni legislative.

E tale smobilizzo, mentre da una parte servirà a ridare alla circolazione la sua piena elasticità, favorirà dall'altra l'ulteriore sviluppo del risparmio e della produzione, non più ostacolata dall'incertezza

nella determinazione dei costi e dei ricavi, derivante dall'aspettativa di variazioni generali dei prezzi, sia al rialzo sia al ribasso.

La stabilizzazione è quindi la necessità dell'ora. Ed il Governo Nazionale non deluderà certo la speranza e l'attesa, ma - come è suo costume - procederà con la prontezza e la fermezza che già in molti altri campi gli hanno assicurato il più assoluto successo.