

IV.

QUESTIONI ECONOMICHE



Corporate Heritage
& Historical Archive

GENERALI



Corporate Heritage
& Historical Archive

IL RISCHIO NELLA FORMAZIONE DEI CAPITALI

(Conferenza del prof. Federico Chessa) (*).

È certo che precipuo compito della scienza è quello d'adeguare le proprie concezioni alla realtà, in guisa da costituire non già una figurazione della vita che illuda e deluda il nostro pensiero, ma piuttosto una rappresentazione sempre più completa ed integrale del cosmo nel suo eterno divenire. È d'altra parte inequivocabile che debba essere particolare compito degli Enti, che dalle manifestazioni della collettività traggono la ragione primigenia del loro essere e del loro sviluppo, quello di seguire di passo in passo lo svolgersi del pensiero scientifico in modo che da esso possano trarre utili norme per il loro operare.

Per questo ritengo altamente proficua l'iniziativa presa da questo Istituto di svolgere, mediante una serie di conferenze, i principî fondamentali sui quali poggia l'assicurazione ed i fenomeni che ad essa si riconnettono.

Io poi debbo essere sommamente grato al Comitato organizzatore di queste conferenze per avermi dato il modo d'espone in questo Istituto – che può considerarsi come un grande laboratorio in cui le alee che incidono le varie manifestazioni della vita vengono esaminate nelle loro più complesse ripercussioni – alcune mie idee sul rischio e sull'influenza ch'esso esercita sulla capitalizzazione e sugli investimenti di capitale (1).

(*) Tenuta il giorno 19 aprile 1929.

(1) Il benevolo lettore che desiderasse avere maggiori ragguagli può consultare quanto ho scritto nel consultare il volume: *La teoria economica del rischio e dell'assicurazione*, Padova, Cedam, 1929.



Ma prima d'inoltrarmi nella trattazione dell'argomento che deve formare oggetto di questa conferenza ritengo necessario chiedere a me stesso ed a voi: Che è il rischio? E quali sono le caratteristiche che valgono a differenziarlo dagli altri elementi perturbatori delle azioni economiche?

Nel linguaggio comune il termine rischio viene talvolta usato nel senso di pericolo, talaltra invece in quello di probabilità di danno o di perdita, oppure nel senso opposto.

Nella scienza economica il termine rischio non ha ancora un significato tecnico preciso e viene adoperato ora nel senso di eventualità economicamente sfavorevole, ora in quello del tutto opposto di eventualità economicamente vantaggiosa. Il primo significato ha però in genere la prevalenza sul secondo.

Non v'ha però dubbio che la nozione di pericolo differisce da quella di rischio. Pericolo infatti indica quello stato in cui v'ha probabilità o minaccia quasi imminente di danno, di un male; nel concetto di pericolo è insomma connaturata l'idea d'un effetto dannoso quasi immancabile, qualora si compiano determinate azioni; il termine rischio invece serve ad indicare un'eventualità incerta e non d'immediata realizzazione; perciò appunto il rischio è considerato da alcuni come un quasi pericolo.

L'elemento che contraddistingue il rischio è adunque l'incertezza, l'alea che s'incorre per effetto d'essa. Perciò s'è detto che il rischio consiste nell'incertezza relativamente al costo, alle perdite o ai danni. Il che equivale ad affermare che il rischio è costituito dall'eventualità d'un danno; o meglio ancora, usando una dizione più comprensiva, si può affermare che il rischio è dato dall'alea che si deve subire nell'iniziare e nel portare a termine qualunque azione economica.

Non v'ha atto economico che debba provocare la realizzazione d'un reddito, in un avvenire più o meno prossimo, che possa dirsi esente da alea.

Come a rigore il prodotto d'ogni operazione è sempre futuro, così a rigore il futuro è sempre incerto. Il rischio si riscontra pertanto in tutte le manifestazioni della vita economica, come in tutti i campi nei quali s'esercita la nostra attività. Tutti gli

avvenimenti futuri, niuno escluso, sono incerti. Essi per conseguenza contengono un elemento più o meno aleatorio, cioè un rischio che acquista maggiore o minore entità a seconda delle nostre conoscenze e delle previsioni che siamo in grado di fare in riferimento al verificarsi di determinati fatti e condizioni. Il rischio è per tal guisa in stretto rapporto al grado d'incertezza che noi abbiamo circa il verificarsi d'un determinato fatto o fenomeno, in un periodo più o meno lontano, in confronto alle previsioni fatte.

Posto ciò s'intende facilmente quale e quanta sia l'influenza che il rischio eserciti sulla capitalizzazione intesa nel senso economico. Non a caso ho detto nel senso economico: infatti la nozione che della capitalizzazione ha la scienza economica non è concorde con quella che d'essa hanno altre discipline.

Nella tecnica assicurativa per sistema della capitalizzazione s'intende ad esempio, il processo di sconto per cui il reddito previsto è tradotto in valore capitale presente. Nell'economia politica il termine capitalizzazione ha un significato più largo e serve ad indicare la manifestazione nell'ordine economico della previdenza dell'uomo. Questa manifestazione si riscontra dovunque ed in ogni tempo poichè a ciascun istante possiamo essere indotti sia a compiere un lavoro che ci darà i suoi frutti solo dopo un periodo di tempo più o meno lungo, sia a rinunciare al consumo d'un bene per ottenere nel futuro un'utilità maggiore di quella attuale.

La capitalizzazione può presentarsi sotto aspetti diversi. Talvolta l'*homo oeconomicus* si sobbarca ad una pena per disporre di beni che non potrebbe altrimenti possedere, oppure per utilizzare più facilmente o in più grande quantità beni che sapeva già di potere avere a sua disposizione, ma non già nella quantità agognata. Così ad esempio s'accresce il rendimento del terreno per mezzo di lavori di drenaggio o con l'irrigazione ecc.; e così pure si facilita il trasporto di merci costruendo dei canali navigabili o si rende possibile un'abbondante caccia o pesca costruendo dei mezzi a ciò opportuni.

Talvolta invece l'atto di capitalizzazione si manifesta nel fare in modo che l'azione delle forze naturali e delle leggi sociali provochi un aumento nel valore d'un bene che poteva essere

immediatamente consumato. Si compie pertanto un atto di capitalizzazione quando si accumulano dei beni che con il tempo acquistano un maggior valore e così pure quando si lascia imboschire una foresta o si presta una somma per ottenerne una maggiore.

L'atto più comune di capitalizzazione si ha però allorchè per mezzo del lavoro si creano dei beni la cui utilità potrà essere goduta in un lungo periodo di tempo, invece che dei beni che possono essere immediatamente consumati. Ciò però non esclude che si compia un vero atto di capitalizzazione allorchè invece di trarne un'utilità subitanea, ma d'altra specie, si conserva un bene durevole per averne un godimento nel tempo.

E parimenti in un atto di capitalizzazione si risolvono le assicurazioni sulla vita umana per coloro che si valgono delle assicurazioni medesime e che garentiscono per sè o per i loro eredi la disponibilità d'una determinata somma in un'epoca prestabilita o al verificarsi di determinate condizioni. Questo carattere invece esula dall'assicurazione sulle cose che si riduce in sostanza ad un contratto di risarcimento dei danni o dei sinistri che possono eventualmente colpire i beni assicurati.

E perciò, in questo caso, l'assicurazione sulle cose non si traduce in un vero e proprio atto di capitalizzazione, ma piuttosto in un'eliminazione d'alcuni effetti dannosi che possono subire i beni già accumulati.

Dal che appare chiaro che per capitalizzazione intendo quel processo che trasforma il risparmio in capitale e quegli atti di produzione, che non vengono compiuti in vista d'un bisogno immediato, ma sibbene d'un bisogno futuro.

Il PANTALEONI nei riguardi della capitalizzazione formulò, tra gli altri, i seguenti due quesiti: Non è ogni capitalizzazione in una prima fase una distruzione di beni diretti e quindi una diminuzione della capacità di soddisfare i bisogni presenti? Non apparisce essa e non è essa un impoverimento presente?

Quanto ho dianzi indicato pone subito in evidenza che la capitalizzazione non costituisce in sè e per sè una distruzione di beni diretti, ma consiste talvolta in un differimento dell'uso d'essi, talaltra nella trasformazione dei medesimi in previsione d'otte-

nere una maggiore utilità e di potere per tal modo più facilmente provocare l'appagamento di bisogni futuri. E pertanto non può dirsi che gli atti di capitalizzazione siano da considerarsi, rispetto al momento in cui vengono compiuti, come un impoverimento, ma che anzi servono a costituire un fondo di riserva atto ad eliminare quegli effetti che possono derivare da una diminuzione di reddito e da un aumento improvviso di bisogni, o le conseguenze che promanano dalla contemporanea azione delle due predette cause.

Un concetto più vasto della capitalizzazione ha il FERRARA, il quale considera come tale la concatenazione perpetua con cui i prodotti si succedono per via di continue trasformazioni crescendo sempre le utilità ricavabili dall'uomo. Il Ferrara avverte che non si deve confondere la capitalizzazione, cioè l'aumento continuo delle utilità, con la immobilizzazione delle forme, cioè con l'aumento del capitale.

La capitalizzazione — osserva il Ferrara — costituisce una serie nella quale la produzione ottenuta in un primo ciclo dev'essere seguita da una capacità di generare una produzione maggiore. Ciò non si ottiene che per via di successivi consumi, cioè di trasformazione della materia. Il ferro, sotto forma di minerale diviene martello; e in questo stato può produrre una maggior somma d'utilità. La pietra e la calce divengono casa; la carta e l'inchiostro divengono libro. Sono tanti atti di consumo quelli che creano il capitale e quelli che dal capitale fan sorgere una nuova e maggiore ricchezza; ed è un malinteso il supporre che il grande interesse dell'uman genere consista o nel non consumare (*accumulazione-risparmio*) o nel non consumare personalmente (*astinenza* nel linguaggio del Senior).

Il risparmio — continua il Ferrara — non può essere mezzo di capitalizzare, per l'evidente ragione che per capitalizzare si deve produrre e per produrre si deve consumare. Se la creazione del capitale sostanzialmente consistesse nel non consumare noi dovremmo logicamente ridurci all'immobilità; finirebbe la stessa produzione; o produrre sarebbe astenersi dal por mano ad un movimento qualunque e l'attività umana consisterebbe nel renderci vittime volontarie dei nostri dolori.

Il Ferrara non si limita a considerare il fenomeno della capitalizzazione in riferimento agli oggetti materiali; egli anzi l'estende all'uomo.

A questo proposito egli anzi così s'esprime: Ciò che si dice della materia in generale è egualmente, e più, applicabile all'uomo. Si è troppo elevato il principio che il capitale esclusivamente si formi da tutto ciò che l'uomo sottragga ai suoi personali consumi. Ciò deriva dal non aver riflettuto che una parte delle materie per le quali il fenomeno della produzione avviene si trova nell'uomo medesimo, ne' suoi organi, nelle sue forze e perciò nella sua facoltà.

La catena delle capitalizzazioni non resta — secondo il Ferrara — affatto spezzata dal fatto che i beni materiali svaniscono nell'uomo. Non tutto il capitale necessario ad una produzione sta infatti nella materia esterna; ma una parte grandissima è nell'uomo; i suoi muscoli, i suoi nervi, il suo pensiero sono pertanto anelli di questa catena.

Contro codesta concezione del Ferrara deve innanzi tutto osservarsi che il consumo dei beni non sempre si risolve in un incremento d'utilità e che perciò non può costituire un atto di capitalizzazione in quanto non determina, in ogni caso, un aumento di reddito o il mantenimento dell'efficienza produttiva dell'uomo. Ma la teoria del Ferrara non può essere accolta anche per un'altra causa: e cioè ch'essa ci porterebbe alla conclusione che l'uomo sia un capitale ed il prodotto d'un processo di capitalizzazione, mentre invece l'uomo è qualcosa di più: è cioè il centro di tutta la vita economica, è il creatore dei beni e delle ricchezze, ch'egli destina a molteplici usi a seconda delle finalità cui mira. E pertanto gli atti di produzione, di capitalizzazione, d'investimento dei capitali, di consumo dei beni dipendono dall'uomo, dalla sua iniziativa, dalla sua previggenza del futuro; sono cioè atti che si manifestano e si svolgono in quanto l'uomo esiste ed opera e che sono necessariamente a lui subordinati e da lui dipendenti.

La capitalizzazione viene generalmente determinata da un giudizio soggettivo che pone a confronto da un lato la privazione e la pena che si subisce per il ritardato consumo d'un bene

e dall'altro l'aumento di benessere che si potrà ottenere nel futuro per tale differimento. Ma la capitalizzazione può essere considerata anche sotto l'aspetto oggettivo; allora però i due termini posti in relazione non sono un'utilità negativa ed una positiva, ma invece un valore negativo ed uno positivo; si viene cioè a considerare il valore di scambio del bene attuale in confronto a quello che avrà nell'avvenire.

La nozione soggettiva e quella oggettiva di capitalizzazione non sempre però coincidono, in quanto che il valore di scambio d'un bene nel futuro può essere maggiore o minore dell'utilità presunta del bene medesimo.

La possibilità che vengano distrutti o comunque perduti i beni che hanno formato oggetto di capitalizzazione e quella che si verifichi, come conseguenza d'un mutamento nella subbiettiva stima dei beni accumulati, una differenza in difetto tra il valore presunto e quello effettivo dei beni medesimi, costituisce, come è evidente, un rischio specifico della capitalizzazione. È chiaro poi che l'entità di tale rischio varia a seconda della capacità di previsione dei singoli individui; riesce d'altra parte ovvio che l'importanza che s'attribuisce a tale rischio muta con il variare delle condizioni economiche delle persone che compiono gli atti di capitalizzazione.

Il rischio di capitalizzazione si ha pertanto:

a) per la possibilità che si verifichi, in un determinato tempo, una diminuzione del valore dei beni che hanno formato oggetto degli atti di capitalizzazione in confronto al valore ch'essi avevano nel passato;

b) per la probabilità che si verifichi una diminuzione di reddito dei beni capitalizzati;

c) per il mutare dei bisogni e per l'impossibilità che si ha di utilizzare i beni accumulati o d'utilizzarli nel modo e nella misura prevista: e cioè per una differenza d'ofemilità tra i beni futuri e quelli presenti;

d) per l'incertezza del godimento dipendente dal fatto che i beni accumulati possono anche perdere i requisiti in virtù dei quali vennero destinati ad una futura utilizzazione;

e) per le difficoltà di mantenere la proprietà dei beni accumulati e per l'incertezza che si ha del godimento d'essi.

L'influenza che hanno queste varie specie di rischi nella capitalizzazione venne posta in rilievo dal PARETO il quale giustamente osserva che il tempo differenzia i beni presenti da quelli futuri, direttamente in quanto ritarda il godimento d'essi, indirettamente in quanto rende incerto il godimento medesimo e fa sì che un tale stato d'incertezza si manifesti sia in relazione al soggetto sia all'oggetto. Quest'ultima dipende dal fatto che i beni accumulati possono essere, totalmente o in parte, distrutti; l'altra invece dipende dal variare delle condizioni dell'uomo. Essa ha perciò grande importanza per l'individuo singolo, ma può essere invece trascurata nei riguardi d'una società la cui composizione media non soffra, nel suo complesso, mutamenti nel tempo.

Non può dirsi invece che il LAVINGTON abbia inteso quali e quante siano le cause che provocano il rischio di capitalizzazione allorchè, nel suo volume sotto molti aspetti veramente rimarchevole, intorno al mercato dei capitali in Inghilterra, afferma che le cause che provocano una perdita nei capitali si possono ridurre a tre e cioè: alla misura e al modo con cui avvengono i mutamenti sociali; al grado d'imperfezione delle nostre conoscenze, alla maggiore o minore entità del capitale fisso e alla sua adattabilità ad essere impiegato in nuovi usi.

Alcuni dei rischi di capitalizzazione — come ad esempio quelli dipendenti dalle difficoltà che si possono incontrare nel mantenere la proprietà dei beni accumulati e quegli altri derivanti dall'incertezza che si ha del godimento d'essi per la perdita dei requisiti intrinseci dei beni medesimi — hanno un carattere prevalentemente statico; gli altri invece sono eminentemente dinamici in quanto il verificarsi d'essi è connesso all'accrescersi o allo spostarsi della popolazione, alle modificazioni dei bisogni umani e a quei mutamenti che possono verificarsi nella stessa formazione e costituzione del capitale ed infine alla circolazione che si manifesta tra le persone che appartengono alla stessa classe dei capitalisti.

Non a caso ho detto che i rischi i quali rendono incerta la proprietà ed il mantenimento delle qualità intrinseche dei beni accu-

mulati e quindi il godimento dei medesimi hanno un carattere prevalentemente statico. Essi infatti sono in connessione con le perdite causate dall'azione irregolare delle forze della natura, dalla negligenza nel conservare i beni accumulati e dalle azioni delittuose degli uomini. E perciò tali alee possono essere variamente classificate a seconda delle cause che danno origine alla perdita, la quale in quanto si manifesterà finchè si svolgerà la vita umana e non verrà eliminata l'incertezza che è connaturata ad ogni nostra azione, presuppone sempre l'esistenza d'un rischio statico.

Non può però disconoscersi, d'altra parte, che l'incertezza relativa alla conservazione della proprietà può dipendere anche da fatti e fenomeni eminentemente dinamici (guerre, rivoluzioni ecc.) che imprimono un conseguenziale ritmo nella vita economica.

Nel passato i rischi di capitalizzazione, dipendenti dalle difficoltà di mantenere la proprietà dei beni acquisiti ed il godimento d'essi, avevano una particolare importanza. E ciò soprattutto a causa degli istinti predatori che prevalevano nelle classi dominanti, specialmente nelle regioni che formavano oggetto di conquista e che costituivano la mèta agognata dei popoli guerrieri. E pertanto parte notevole della ricchezza capitalizzata veniva, in attesa di consumi futuri, infruttuosamente tesaurizzata, e a causa delle varie vicende politiche, rimaneva per tal modo temporaneamente o permanentemente distolta dalla sua precipua funzione economica. A ciò si aggiungevano i privilegi di casta, le alterazioni monetarie, l'arbitrarietà delle imposte, che non contribuivano certamente ad alimentare lo spirito della capitalizzazione e, direttamente o indirettamente, provocavano anzi quella dispersione di ricchezza, di cui si hanno notevoli esempi nella storia antica e nel medio evo e quella prodigalità che veniva incoraggiata anche dalle classi intellettuali e di cui si ha una manifesta traccia nella apologia del lusso improduttivo compiuta dagli economisti e dai politici pre-smithiani.

È ben vero che con l'attenuarsi delle cause che provocano le guerre e le invasioni di territorio e con la libera costituzione degli Stati a reggimento politico vengono meno le ragioni sociali

che danno luogo al verificarsi dei rischi che sono connessi al mantenimento della proprietà e al godimento d'essa. Rimangono però sempre in vigore le ragioni finanziarie che spesso inducono gli Stati a procedere alla confisca, soprattutto con provvedimenti fiscali o con trasformazioni monetarie, d'una parte notevole della ricchezza privata, specie di quella costituita da titoli pubblici. Quanto è accaduto in Francia, durante il periodo della rivoluzione con la soppressione dei diritti fiscali e con la svalorizzazione degli assegnati e quanto è avvenuto negli Stati europei in conseguenza delle leggi finanziarie e delle rivoluzioni monetarie provocate dagli oneri determinati dalla guerra mondiale, sono un'evidente prova della gravità ed estensione dei rischi, nei quali possono incorrere i capitali, specie quelli mobili. È doveroso però porre in rilievo che le alee che incidono il capitale e che traggono la loro ragione d'essere da rivoluzioni monetarie o da impellenti motivi di Stato in quanto si verificano per necessità contingenti non esercitano una duratura efficacia sugli atti di capitalizzazione e se provocano gravi decurtazioni nella ricchezza dei singoli, specie dei piccoli risparmiatori, non apportano invece notevoli conseguenze sulla ricchezza collettiva, in quanto che, soprattutto a causa delle forti speculazioni cui danno origine, si risolvono, più spesso, in uno spostamento di ricchezza dall'una all'altra classe di cittadini e da questi allo Stato. Ciò che è accaduto in Germania nel periodo dell'inflazione e della successiva deflazione monetaria costituisce un'evidente e recentissima conferma di questo asserto.

Una continua, ma non sempre avvertita ripercussione nell'accumulazione della ricchezza provocano i rischi di carattere statico che sono dipendenti dallo sprigionarsi delle forze naturali, che, spesso, con la loro azione distruggono intere città, devastano larghe e feraci estensioni di territorio, disperdendo tutta o una gran parte della ricchezza accumulata. E questi rischi hanno una notevole importanza per il fatto che non incidono determinate categorie di persone, ma colpiscono invece tutto il complesso della popolazione, che abita presso determinate zone di territorio. È ben vero che la tecnica moderna tende a ridurre gli effetti di tali rischi e che d'altra parte non tutta la ricchezza sperduta per effetto di

cataclismi ecc. può dirsi distrutta nei riguardi della collettività nazionale, in quanto che una parte d'essa viene rinvenuta e utilizzata dalle successive popolazioni che nei luoghi danneggiati dal terremoto ecc. stabiliscono le loro dimore. Ma la ricchezza recuperata, in confronto al suo complesso e all'energia impiegata per il riacquisto d'essa non ha, indubbiamente, una rimarchevole importanza.

Non v'ha dubbio poi che per lo sviluppo del progresso e per la vigile azione dei governi, molto inferiori al passato sono le alee dipendenti dalle azioni delittuose degli uomini o dalla loro negligenza. Quasi del tutto insignificante è la ricchezza che viene smarrita; minimo è poi il danno che da ciò consegue, soprattutto perchè esso può essere evitato mediante l'assicurazione.

I rischi statici di capitalizzazione, come è ovvio, hanno un'influenza notevole soprattutto in un'economia agricola nella quale prevalgono gli scambi in natura. In tale fase dell'evoluzione economica, infatti, si debbono facilmente subire i rischi che sono dipendenti dalle difficoltà che s'incontrano per la conservazione dei beni, per il mantenimento delle qualità in virtù delle quali vennero destinati ad una futura utilizzazione e per la stabilizzazione del loro valore.

Non si può d'altra parte disconoscere che anche l'economia monetaria ed i moderni sistemi di scambio facilitano il permanere dei rischi statici di capitalizzazione, soprattutto per il fatto che l'economia monetaria accresce la varietà degli usi fra cui ognuno può distribuire la sua spesa futura e dà il mezzo di soddisfare repentinamente ai nostri bisogni, diminuendo per tal modo l'utilità dei beni accumulati, sia per il variare dei bisogni, sia per il variare delle qualità intrinseche dei beni medesimi.

Nel complesso però i rischi statici di capitalizzazione — sia per la possibilità che si ha di ridurre o di trasferire su altri gli effetti derivanti da forze animate o inanimate ecc., sia per il perfezionamento dei mezzi tecnici escogitati per ottenere la conservazione dei beni — non hanno oggi l'efficacia che avevano nel passato, mentre invece una sempre più crescente influenza acquistano quelli dinamici. La ragione di ciò riesce intuitiva quando si tenga

conto che per la trasformazione dei gusti e dei bisogni, che si riscontra in modo particolare nell'epoca moderna, non sempre riesce possibile e facile l'utilizzazione dei beni accumulati nella misura e nel modo previsti. E così pure si deve rilevare che le continue innovazioni che si compiono nella tecnica della produzione contribuiscono da un lato a rendere inoperosa ed inutilizzabile una parte, sempre più notevole, del capitale strumentale precedentemente costituito e ad accrescere, d'altro canto, i desideri e a raffinare i gusti delle persone più doviziose.

Peraltro non tutti i cambiamenti dinamici sono egualmente importanti rispetto ai rischi di capitalizzazione, in quanto che non è il cambiamento in sé che costituisce l'alea, ma l'incertezza nei riguardi del tempo o della estensione dei mutamenti futuri. L'aumento della popolazione e del capitale avvengono con relativa regolarità e di conseguenza danno motivo, normalmente, a piccole perdite incidentali, tranne che nel caso in cui svolgano la loro azione unitamente ad altri elementi dinamici.

Ma la più grande dose d'incertezza è inerente ai cambiamenti nei bisogni umani e ancor più ai miglioramenti nei macchinari e nell'organizzazione industriale. I fenomeni del primo gruppo hanno origine nella branca del consumo, quelli del secondo nella branca della produzione. E pertanto in una certa misura i primi possono essere prevenuti e anche controllati, mentre invece gli altri si producono nel modo più irregolare ed incerto di guisa che un maggiore rischio è inerente a questi ultimi anziché a quelli.

Potrebbe credersi che una previsione approssimativamente esatta circa i futuri mutamenti nei desideri dei consumatori riesca ad eliminare alcuni dei rischi dinamici di capitalizzazione. Ma a dir il vero, anche una tale previsione non sarebbe sufficiente, in quanto che il danno può essere provocato non solo dal non verificarsi di un evento previsto o dalla realizzazione d'esso, in misura ed in estensione diverse da quelle sperate, quanto dal verificarsi di fatti impreveduti, che gravano in diverso modo sulla società. A questo proposito non mancano, certo, gli esempi che valgono ad indicare quale e quanta sia l'entità degli effetti che provocano simili cambiamenti dinamici. Il flusso dei viaggi di moda

volge, ad esempio, irregolarmente dal mare alla montagna, rendendo improduttivo il capitale impiegato in determinati luoghi od imprese che non godono più dei favori del pubblico.

Eguualmente vari e gravi sono gli effetti di miglioramenti nelle applicazioni chimiche e meccaniche, le quali obbligano ad ingenti e costose trasformazioni industriali che provocano la diminuzione di reddito di industrie, anche di quelle di recente costituzione. L'uso dell'elettricità nei mezzi di trasporto rende, evidentemente, poco vantaggioso l'esercizio d'una comune strada ferrata concorrente; lo stesso può dirsi nei riguardi delle applicazioni di altri nuovi mezzi tecnici alla produzione e al commercio.

Non può parere quindi eccessivo l'affermare che ogni costituzione di capitale, in forme la cui utilità è limitata alla produzione di un determinato bene, è esposto al pericolo di perdere il suo valore in conseguenza di scoperte o di invenzioni che lo rendono disusato o inutile. Dal che può dedursi anche che la possibilità di applicare nuovi mezzi tecnici di produzione costituisce un notevole rischio soprattutto per i capitalisti marginali. Questi infatti, soprattutto in un periodo di fervido progresso, possono essere indotti a tenere immobilizzato il loro capitale per un certo tempo e a seguire le innovazioni della tecnica per applicare poi i loro risparmi in quelle iniziative che l'altrui esperienza ha dimostrato proficue. Riesce pertanto legittimo affermare che in questo caso il rischio costituisce una misura di protezione a favore dei produttori e dei capitalisti marginali.

Una forma speciale di rischio dinamico merita particolare attenzione tanto per la parte notevole che ha nella moderna vita industriale, quanto per la sua grande importanza teorica. In una società come l'attuale v'ha sempre una notevole quantità di nuovi capitali in attesa di favorevoli beni. Essa può essere rivolta o ad incrementare l'offerta di beni fungibili già esistenti o alla creazione di nuovi beni. E perciò possono essere impiegati i mezzi di produzione già in uso, oppure creati nuovi strumenti e macchine atti alla produzione dei vecchi beni fungibili o di nuovi. È ovvio che se l'impiego del nuovo capitale dovesse trovarsi nella fabbricazione di beni fungibili già in uso con i metodi ed i macchinari comune-

mente adoperati il beneficio sarebbe relativamente lieve. Per evitare appunto questo risultato il capitale cerca continuamente nuove forme d'impiego. L'espedito più semplice consiste, in questo caso, nel trovare un metodo più adatto per la produzione dei beni già in uso. Ogni miglioramento di tal genere provocherà un temporaneo sovraprofitto all'imprenditore, che per primo se ne varrà, ma in ultima analisi gioverà a tutta la collettività.

Nel caso invece che i nuovi capitali vengano rivolti alla produzione di nuovi beni fungibili con vecchi o con nuovi mezzi meccanici è intuitivo che se i nuovi beni corrispondono ad un effettivo bisogno della società, allora si avrà un aumento nella domanda di lavoro e di capitale e di conseguenza un aumento nel saggio d'interesse.

Le relazioni che esistono fra il rischio e le sovraindicate forme di capitalizzazione si scorgono facilmente. Nel primo caso non v'ha incertezza se non per quanto si riferisce all'elasticità della domanda; nel secondo invece l'incertezza ha un campo più vasto in quanto che è connessa ai risultati della produzione effettuata con l'uso di nuovi macchinari.

Per effetto del continuo progresso delle scienze e della tecnica si va però gradualmente eliminando tale forma d'incertezza, di guisa che si può ritenere che un'innovazione tecnica avrà un quasi sicuro successo e quindi provocherà un'alea relativamente lieve. È chiaro infatti che il rischio che è inerente all'uso d'una nuova macchina sarà in stretta relazione al suo rendimento; sarà cioè tanto minore quanto più sarà sensibile la riduzione del costo di produzione ch'essa provocherà e quindi quanto più breve sarà il tempo necessario per ammortizzare il capitale impiegato per l'acquisto d'essa. Ed in vero se essa presenta un notevole progresso sui precedenti sistemi di lavorazione si renderà più difficile l'impiego di nuovi e più perfezionati congegni, o, quanto meno, sarà più lungo il tempo che intercorrerà tra l'applicazione d'essi. Se poi la nuova macchina riuscirà poco costosa, cioè se sarà rilevante la differenza tra il suo prezzo ed il suo rendimento, essa, per usare una frase del Pantaleoni, « pagherà presto se stessa » ed abbrevierà per tal modo il tempo nel quale si corre il rischio

che venga scoperto e posto in uso un nuovo mezzo di produzione. Evidentemente si va incontro ad un maggior rischio quando si tenta la fabbricazione di nuove merci con l'uso di nuovi macchinari. In questo caso infatti se il nuovo prodotto deve soddisfare ad un bisogno già esistente può essere incerto se ed in quale misura esso corrisponderà allo scopo. Se invece il prodotto precede il bisogno e viene creato nella speranza che possa ottenere, per le sue qualità intrinseche e per effetto d'una estesa *réclame* un largo mercato, allora la possibilità di perdita è in questo caso notevolmente aumentata ed è ancora più grave se il capitale tecnico destinato alla nuova produzione non può essere rivolto ad altri impieghi. Questa possibilità di perdita non ha soltanto dannose conseguenze in riferimento all'industria che la deve subire, ma anche in riferimento alle altre industrie che con essa hanno rapporti. In un regime di divisione del lavoro, come è quello che prevale nell'economia moderna, si provvede costantemente con un certo anticipo ai bisogni e soprattutto alla creazione di macchine, che dovranno sostituire quelle logore o che siano, comunque, inutilizzabili. Per ciò, appunto, le incertezze che sono connaturate a nuove industrie od a nuove forme di produzione si ripercuotono sulle industrie che sono ad esse connesse. Non si può pertanto fare a meno dal riconoscere che il rischio, in queste forme di capitalizzazione, ha una notevole influenza ed ha dato luogo, nella moderna vita industriale, ad accorgimenti che mirano a garantire con vari modi, tra i quali deve annoverarsi il sistema del brevetto ecc., l'adozione di nuovi macchinari e ad assicurare un certo reddito ai capitali che vengono rivolti a nuovi ed utili mezzi di produzione.

Ma nonostante queste garanzie, cospicui capitali sono ogni anno perduti in esperimenti che hanno fine disastrosa e rilevanti fortune si costituiscono per effetto d'avventurose prove coronate dal successo. Se si volesse designare il rischio di questi esperimenti che provocano un incessante dinamismo nella vita economica moderna si potrebbe fare uso del termine « rischio d'iniziativa e di sviluppo (*developmental risk* secondo il Willet) che varrà ad indicare l'incertezza sul reddito che si potrà realizzare in conseguenza dell'impiego di capitali rivolti alla produzione di nuovi

impianti e di nuovi beni, per i quali è incerto se essi possano trovare il mercato sperato o lo trovino con risultati conformi a quelli desiderati.

Le osservazioni sovraesposte dovrebbero indurci ad affermare che in linea generale il rischio non incoraggia la formazione del capitale e l'impiego d'esso. Quest'affermazione è però soggetta a varie discriminazioni. In primo luogo è evidente che lo stesso grado di rischio non esercita la stessa influenza su tutti gli uomini. Ciò avviene per il semplice fatto che le persone — a seconda del loro temperamento e delle loro condizioni economiche — formulano differenti stime del grado d'alea che è connesso alle varie forme di capitalizzazione. Un uomo ardito e fiducioso in sè stesso giudicherà, in vero, poco spiacevole e possibilmente quasi uguale ad un piacere positivo l'assunzione d'un rischio, dal quale invece s'allontanerà con orrore un uomo timido. È evidente poi che la valutazione del rischio varia a seconda della ricchezza posseduta. A parità di condizioni la persona che è dotata d'una larga fortuna sarà disposta ad esporre al rischio una somma maggiore di quella che esporrà chi ha a sua disposizione minori mezzi. È ovvio, inoltre, che di mano in mano che aumenta la ricchezza diventa sempre più piccola l'utilità marginale che da essa s'ottiene e che, di conseguenza, diminuisce la riluttanza ad esporla ad un determinato rischio. Non v'ha dubbio poi che la formazione del capitale non dipende solo dal grado di rischio che è ad essa inerente, ma da considerazioni contingenti ed extra-economiche che hanno rapporto talvolta con la maggiore o minore considerazione che si ha verso coloro che capitalizzano ed impiegano il loro capitale in determinati investimenti. Gli elementi di cui oggi gli studiosi possono disporre non permettono di accertare induttivamente in quale misura le considerazioni extra-economiche agiscono sulle azioni edonistiche degli uomini e sulle valutazioni che essi compiono nei riguardi dell'incertezza circa l'avverarsi d'un fatto o d'un fenomeno in un prossimo o lontano avvenire. Nell'enunciare la teoria generale del rischio in rapporto alle varie forme di capitalizzazione si è pertanto costretti a non tenere conto di tutti gli elementi perturbatori che agiscono sulla condotta umana e a considerare

solo l'influenza che esercita il rischio indipendentemente da ogni sua peculiarità e dalle diverse condizioni in cui si trovano le persone che lo debbono subire. Ad ogni modo, anche in base ad un esame generale, si possono trarre le seguenti conclusioni:

1° l'incertezza sui risultati della capitalizzazione provoca non solo un danno per l'individuo, ma anche per la società, in quanto impedisce, o, secondo i tempi, ritarda la immissione di nuovo capitale nelle industrie;

2° la perdita che la società subisce per tale incertezza è maggiore di quella che si avrebbe se si potesse prevedere il tempo, il luogo e la misura con cui si verificano i rischi di capitalizzazione;

3° l'incertezza è una forma d'utilità negativa alla quale nessuno si sobbarca se non nell'aspettativa di ottenere un corrispondente beneficio. Se il reddito fosse uguale per tutte le forme di capitalizzazione la misura dell'accumulazione dipenderebbe evidentemente, in gran parte, dal grado di rischio al quale il capitale verrà esposto. Con gradi differenti di rischio in diversi impieghi esiste la stessa relazione, sebbene ciò, per ragioni intuitive, riesca difficile ad accertare;

4° in una società a carattere prevalentemente statico il capitale dovrebbe ripartirsi in modo che ogni unità d'esso sia ugualmente produttiva e subisca lo stesso grado di rischio. In realtà però ciò non si verifica e pertanto non si ha una perfetta ed uniforme distribuzione del capitale nei diversi impieghi. Nella pratica infatti si rileva che il flusso del capitale nelle imprese rischiose cessa appena la sua produttività marginale si uniforma a quella che si ottiene nell'impiego di capitali in affari che danno un sicuro reddito;

5° se si tiene poi conto dell'influenza che ha la legge della utilità decrescente sulla capitalizzazione si constata facilmente che il beneficio necessario per indurre il capitalista a correre l'alea è in stretto rapporto con l'utilità marginale ch'egli ha dal suo capitale ed in funzione delle unità addizionali del capitale medesimo.

Da ciò si può dedurre che l'effetto della naturale riluttanza degli uomini ad assoggettarsi all'incertezza unitamente a quello provocato dall'utilità decrescente dei successivi aumenti di ric-

chezza fa in modo che la distribuzione del capitale fra i diversi impieghi vari in rapporto al grado di rischio e al beneficio che si consegue dall'assunzione di esso. Da ciò appunto deriva la tendenza che si manifesta, soprattutto nell'epoca moderna, verso una sempre più ineguale distribuzione del capitale fra i diversi impieghi. Tale ineguale distribuzione appare evidente nell'esaminare l'azione economica delle varie classi sociali, le quali però, nel loro complesso, nonostante la disformità del loro modo d'agire, fanno sì che, a lungo andare, si trovi un grado d'equilibrio nel quale si ha la compensazione fra i più elevati gradi di rischio ed i più bassi gradi di rischio in modo che la produttività del capitale non sia influenzata dall'ineguaglianza del rischio. Il reddito necessario per vincere la riluttanza ad incorrere un tale medio grado di rischio determina il margine del risparmio e la misura con la quale si compie la trasformazione del risparmio in capitale.

Quanto ho avuto la fortuna d'espone dimostrare poi chiaramente come la scienza economica nel suo continuo svolgersi s'adegua alla realtà concreta. È chiaro, in vero, che l'equilibrio di capitalizzazione concepito prima dal WALRAS e svolto successivamente dal CLARK non è una concezione avulsa dalla vita, ma promana invece dall'esperienza quotidiana, la quale ci dimostra in modo inequivocabile che tanto gli individui singoli, quanto gli Enti pubblici e privati nel formare il capitale e nel rivolgerlo alla produzione tengono conto non solo del reddito attuale e di quello futuro, ma anche delle alee che sono ad esso connaturate; tengono cioè conto della legge edonistica che spinge gli uomini ad operare e degli elementi perturbatori di questa legge: elementi che se in un primo tempo distolgono l'uomo dalla capitalizzazione lo inducono in seguito a rivolgere la sua attività ed i suoi capitali per tentare nuove vie, che accrescono sì l'alea che è insita nelle nostre azioni, ma sono le sole che hanno la possanza di provocare un sempre crescente progresso individuale e sociale.

IL RISCHIO NELL'INVESTIMENTO DEI CAPITALI

(*Conferenza del prof. Federico Chessa*) (*).

Nella precedente conferenza ho indicato quali e quanti sono i rischi ai quali si va incontro nella formazione del capitale. Ma poichè ogni capitale presuppone un impiego, per completare l'esame già iniziato, è necessario ch'io oggi tratti del rischio che è inerente agli investimenti di capitale.

Il fenomeno degli investimenti dei capitali sia in sè e per sè, sia nei suoi rapporti con i fenomeni che con esso hanno relazione, sia nelle ripercussioni che provoca è stato solo di recente considerato dagli studiosi. Ciò riesce ovvio quando si consideri che soltanto nei tempi moderni, soprattutto come conseguenza del sempre più notevole incremento del capitale circolante, si è potuto avere quell'insieme di fatti e di dati che ha richiamato l'attenzione sul fenomeno medesimo e ne ha reso possibile un completo esame.

Non deve pertanto meravigliare se negli economisti classici manca una teoria dell'investimento dei capitali e si riscontra qualche accenno solo nella trattazione del risparmio e del saggio d'interesse; mentre d'altra parte non può porsi in dubbio che l'accrescersi degli investimenti sia in relazione alla quantità di moneta circolante, allo sviluppo del credito, allo svolgersi delle importazioni ed esportazioni; sia cioè connesso a tutti quei fatti e fenomeni che provocano un incremento nella vita industriale e commerciale dei popoli.

Qualcuno potrebbe però ora chiedermi: che cosa s'intende per investimento di capitale? A questa domanda potrei facilmente rispondere col dire che l'impiego dei capitali che ha uno scopo economico e che, sia pure a lungo andare, si risolve, diret-

(*) Tenuta il giorno 26 aprile 1929.

tamente o indirettamente, in un incremento di ricchezza individuale e sociale, costituisce un investimento; potrei anche soggiungere più semplicemente che per investimento deve considerarsi quell'impiego di capitale che non rientra nella sfera della speculazione e del giuoco. Ma queste affermazioni sarebbero troppo generiche e non indicherebbero con precisione quale significato dò al termine investimento soprattutto in confronto a quello dato dagli altri economisti. Un tale esame, invece, è particolarmente necessario perchè la nozione dell'investimento dei capitali, a dire il vero, è variamente intesa da coloro che, in qualche modo, si occuparono della questione. Così, ad esempio, se lo HARDY considera fra gli investimenti di capitale anche l'estinzione di un debito e dà quindi al termine investimento un significato molto ampio, altri invece (SPRAGUE) lo restringono e giungono ad affermare che l'investimento implica la privazione del possesso e del controllo dei propri beni e la cessione di tale possesso e controllo ad altri. Secondo una tale concezione l'essenza dell'investimento sta quindi nell'ottenere un guadagno per delegazione, in quanto non dipende dall'attività di colui che effettua l'investimento medesimo.

Il CHAMBERLAIN poi identifica la nozione dell'investimento con quella del prestito. Egli infatti osserva che l'acquisto dei beni immobili non è nel senso stretto della parola un investimento di capitali, mentre invece lo è l'acquisto di obbligazioni in quanto esso costituisce, in questo caso, un vero prestito e come tale dev'essere pagato. E per contro, secondo lo stesso autore, l'acquisto di titoli di consolidato, di prestiti statali irredimibili e di prestiti perpetui o degli ordinari prestiti comunali talora non costituisce un vero e proprio mutuo e perciò non è un investimento, poichè non può esservi prestito, dove non esiste promessa di pagare il capitale, nè vi è vera promessa quando non è fissata un'epoca di pagamento. D'altra parte, soggiunge il Chamberlain, i depositi nelle banche di Stato, in quelle private, nelle casse di risparmio e nelle *trust companies* costituiscono puri investimenti quando viene ad essi concesso un interesse e si formula una promessa esplicita o implicita di pagare a richiesta od in un determinato momento. E così

pure, secondo lo stesso autore, sono un investimento di capitale la costituzione di talune forme d'assicurazione, per effetto delle quali si può ottenere la restituzione del capitale versato dopo un certo periodo di tempo e al verificarsi di determinate condizioni. In questi casi, aggiunge il Chamberlain, il carattere dell'investimento e del prestito è dato non solo dall'interesse che si accumula o dall'annuale partecipazione agli interessi, ma anche dal fatto della stessa assicurazione.

È evidente però che una simile nozione dell'investimento dei capitali non può essere accolta in quanto considera un particolare aspetto del fenomeno e non già il suo complessivo sviluppo. Ed in vero quale ragione si può validamente addurre per negare che le somme impiegate per la costituzione d'una nuova impresa o per l'incremento d'una già costituita o per l'acquisto di beni immobili e mobili possano considerarsi come investimento di capitali? Forse che non è possibile ottenere da simili forme d'impiego di denaro un qualche reddito e compiere in qualunque tempo la cessione dei diritti acquisiti in conseguenza dell'impiego medesimo? E perchè poi l'impiego dei capitali nell'acquisto di titoli irredimibili non dovrebbe considerarsi come un investimento e dovrebbe, invece, considerarsi tale l'acquisto di azioni d'una società che dà limitate garanzie di sicurezza di recupero del capitale impiegato nell'acquisto delle azioni medesime? E per quale motivo la stessa somma impiegata nell'acquisto di obbligazioni o di azioni dovrebbe essere considerata come un investimento e non dovrebbe esserlo se invece viene impiegata nell'acquisto d'un terreno, d'uno stabile, ecc.? Non si ha forse nei due casi uno scambio, e solo uno scambio, d'investimento, che può magari aumentare l'entità del rischio, che è ad esso connaturato, ma non mutare i caratteri intrinseci dell'investimento medesimo? È evidente infatti che la promessa d'ottenere in un tempo determinato la restituzione della somma impiegata nell'acquisto d'un titolo, ecc. costituisce un elemento accessorio e non già un elemento principale dell'investimento, come erroneamente ritiene il Chamberlain.

Da quanto ho esposto si rileva chiaramente che per investimento nel senso economico considero quell'impiego di capitale che ha scopo

produttivo e direttamente o indirettamente tende all'incremento della ricchezza individuale e sociale e nel contempo garantisce, in maggiore o minore misura, oltre un certo reddito il recupero del capitale impiegato. È ovvio poi che l'impiego dei capitali perchè assuma il carattere d'investimento debba svolgersi nell'ambito delle leggi, in guisa che si possa ottenere, in un tempo più o meno lungo, non soltanto la reintegrazione del capitale impiegato in una qualunque operazione economica, ma compiere anche, in linea di massima, la cessione dei diritti acquisiti per effetto dell'investimento medesimo. E perciò non si può considerare come vorrebbe lo Hardy, il pagamento dei propri debiti un investimento di capitale, giacchè in questo caso si ha solo un'eliminazione o una riduzione delle passività che gravano sul bilancio individuale. E così pure non si può ritenere che tutte le forme d'assicurazione si risolvano in un investimento di capitale: l'assicurazione contro gli infortuni o contro eventuali danni che possono annullare o ridurre il valore dei beni non costituisce infatti un investimento di capitali, ma piuttosto una spesa che garantisce la permanenza d'un determinato reddito o il risarcimento di danni per eventi sfavorevoli che colpiscano determinate persone o beni.

È intuitivo che i requisiti sovraindicati non sono necessariamente ed in egual misura indispensabili per tutti coloro che compiono un impiego del loro capitale. È implicito infatti che l'accrecersi di uno dei requisiti sovraindicati si risolverà in ultima analisi in una corrispondente diminuzione degli altri. Colui che compie un investimento superiore alle sue possibilità economiche ha certamente bisogno d'un grado molto alto di convertibilità del capitale impiegato; ma è certo anche che colui che compie un investimento in simili condizioni deve normalmente accontentarsi d'un minore reddito.

Generalmente nel giudicare della sicurezza degli investimenti si tiene conto prima della sicurezza del capitale, quindi di quella del reddito. Vi sono peraltro dei casi in cui la sicurezza del capitale è influenzata direttamente da quella del reddito, come appunto nel caso delle azioni comuni emesse dalle società industriali. E pertanto un simile criterio nell'impiego dei capitali non

toglie che l'investimento medesimo sia sempre soggetto ad alee, che a dire il vero, sono insite in ogni forma d'investimento, soprattutto perchè la decisione finale sulla convenienza d'esso si fonda generalmente sulle probabilità di riuscita che può avere un determinato affare o sulla fiducia che si nutre intorno ad una determinata persona; si fonda cioè su elementi congetturali che in quanto s'avverano eventualmente in un avvenire più o meno lontano sono di per sè aleatori. E perciò è eccezionale il caso di colui che investe i suoi capitali in imprese che non presentino alcuna alea. E questo caso è anche più raro per il fatto che ordinariamente l'obbiettivo di colui che investe i suoi capitali è quello d'ottenere qualcosa di più di quanto egli può avere da investimenti relativamente sicuri. La sua scelta fra le diverse forme d'investimenti è pertanto fatta in relazione alla prospettiva del beneficio che spera d'ottenere dall'investimento, al grado di rischio che è ad esso inerente e al tempo che è necessario per la reintegrazione del capitale investito. È ovvio infatti che il grado di rischio è notevolmente influenzato dal tempo che è richiesto per la reintegrazione del capitale impiegato in qualsiasi affare, soprattutto perchè, *caeteris paribus*, gli investimenti a lunga scadenza sono molto più aleatori di quelli brevi, anche per le difficoltà che s'incontrano a compiere previsioni che si estendono al di là del ciclo economico e che pertanto non sono facilmente determinabili.

Nell'investimento quale genericamente viene inteso dai più, possono distinguersi due particolari funzioni: e cioè quella dell'impiego puro e semplice dei capitali e quella della direzione degli investimenti. A questo riguardo Edgard Lawrence SMITH giustamente osserva che nell'acquisto di obbligazioni, di azioni, di società industriali e commerciali la persona che investe il capitale riduce le proprie attribuzioni e responsabilità al minimo possibile. Egli accetta in sostanza la quota parte di reddito derivante dall'acquisto dei titoli e trasferisce alle società che hanno effettuato l'emissione di essi non solo le responsabilità inerenti all'accantonamento delle riserve atte a garantire il suo reddito, ma anche quelle che sono connesse al modo con cui vengono investite le riserve mede-

sime. Egli, quindi, attribuisce a coloro che presiedono allo sviluppo degli affari delle società industriali e commerciali la intera direzione del capitale delle medesime e dà facoltà ai direttori di esse di attribuirsi i profitti che superano la quota parte del reddito ch'egli ha accettato. Egli non stabilisce riserve sue proprie e lascia a coloro che hanno la direzione dell'investimento la facoltà di fissare quelle che debbono essere determinate per suo conto. Queste riserve, mentre proteggono il suo reddito, accrescono il beneficio di coloro che sono a capo delle società di cui egli acquista i titoli.

L'acquirente d'un titolo è certamente un investitore di capitali, ma non esercita alcuna delle funzioni di direzione nell'investimento d'essi. Egli, in sostanza, corrisponde alla società che emette i titoli una somma per l'esercizio della sovraindicata funzione direttiva, somma che, come si rileva chiaramente dalle variazioni dei corsi dei titoli, è maggiore in quelle industrie in cui i guadagni stabilizzati conferiscono una minore responsabilità delle società che hanno compiuto l'emissione dei titoli.

Posto ciò riesce facile intendere la distinzione che può essere fatta tra investimento e direzione di investimento.

L'investimento indica un semplice atto edonistico che presuppone la conclusione di una valutazione economica al momento in cui l'investimento medesimo viene compiuto. La direzione dell'investimento implica invece una serie continua ed ininterrotta di valutazioni economiche, non solo in riferimento alle attuali condizioni del mercato, ma anche, e soprattutto, in riferimento a quelle future. La direzione dell'investimento infatti presuppone non solo la funzione di determinare con una certa esattezza la porzione di reddito che potrà essere distribuita in un'epoca qualsiasi con una relativa sicurezza agli azionisti e quella parte che deve, invece, essere investita per garantire, anche nell'avvenire, lo stesso reddito o un incremento d'esso; ma presuppone anche una relativamente precisa valutazione delle condizioni economiche del momento e delle ripercussioni ch'esse possono esercitare sullo sviluppo futuro dei mercati. E perciò un'accurata direzione d'investimento deve stabilire quale parte di patrimonio dovrà essere costituita da capitali ordinari o titoli e deve vigilare ancora per appor-

tare le necessarie variazioni nella distribuzione dei capitali medesimi e nella selezione dei titoli e nella varietà di essi in modo da ottenere, in media, un più utile investimento.

Come s'è distinto l'investimento puro e semplice dalla direzione dell'investimento così può farsi una distinzione tra speculazione ed investimento e tra questo ed il giuoco.

Comunemente si afferma che l'investimento dei capitali si risolve nell'acquisto d'una proprietà d'uso permanente in opposizione alla speculazione, la quale, invece, consiste in un investimento aleatorio che si compie con la speranza d'ottenere considerevoli lucri. Si ritiene cioè che la differenza fondamentale tra l'investimento e la speculazione stia in ciò che il primo procura un modesto, ma sicuro reddito, mentre l'altra può provocare benefici considerevoli, ma molto incerti.

Una tale opinione trova conferma nelle affermazioni dell'EMERY, il quale ritiene che l'investimento tenda ad ottenere un annuo e sicuro reddito, piuttosto che profitti dipendenti dalle fluttuazioni, che si riscontrano nel valore del capitale; mentre invece la speculazione consista soprattutto nell'acquistare e nel vendere merci, titoli o altri beni, per ottenere lucri derivanti da un previsto mutamento di valore. La distinzione tra investimento e speculazione viene, in questo caso, fondata sul modo di garantire un reddito in conseguenza dell'impiego del capitale.

D'altro canto il PRATT osserva che la differenza tra investimento e speculazione non sta soltanto nel modo di garantire un reddito, ma anche nell'entità del rischio assunto. Reddito e sicurezza, osserva il Pratt, sono essenziali per l'investimento; rischio e profitto per la speculazione. Alla possibilità d'un reddito certo lo speculatore preferisce andare incontro a grandi rischi nella speranza d'ottenere conseguenziali benefici; è quindi nel grado di rischio che si vuole assumere, che sta, secondo lo stesso autore, la principale distinzione fra investimento e speculazione.

Queste affermazioni non pongono però in sufficiente rilievo le fondamentali differenze che esistono tra l'investimento e la speculazione. Non v'ha dubbio che la più importante caratteristica tra l'investimento e la speculazione sta soprattutto nella differenza

di scopo a cui si mira nel compimento d'una determinata azione economica e soprattutto nel procedere all'acquisto di merci, di titoli ecc. In generale può dirsi che il puro e semplice investitore acquista per ottenere un reddito dal suo capitale; perciò egli impiega i suoi capitali in un'impresa i cui redditi sono noti e quindi prestabiliti, mentre invece lo speculatore acquista per realizzare profitti che possono risultare particolarmente accresciuti, qualora si verifichi, in un determinato periodo di tempo, un aumento nel valore delle merci o dei titoli acquistati. Lo speculatore impiega i suoi capitali con la speranza d'ottenere profitti maggiori di quelli che si avrebbero se le condizioni dell'operazione fossero pubblicamente note.

Scopo dell'investimento è quello di procurarsi un sicuro e continuativo reddito, riducendo al minimo possibile i pericoli di perdita o di considerevoli variazioni nel valore delle merci o dei titoli acquistati. Fine principale d'un investimento è cioè quello di ridurre i rischi al minimo possibile; la speculazione invece li presuppone ed agisce in rapporto diretto alla misura d'essi.

Lo speculatore compra principalmente con lo scopo di trarre un lucro dalla differenza di prezzo esistente tra quello d'acquisto e quello di vendita; lo speculatore cioè non s'interessa del reddito periodico e continuo derivante dalle merci o titoli acquistati, ma considera tale reddito soltanto come incidentale. L'investitore invece non effettua l'impiego del suo capitale sotto l'influenza dei benefici che può ottenere da un aumento di valore, ma soprattutto in considerazione del reddito, che per un determinato periodo di tempo, può trarre dai suoi capitali. Questi pertanto formula le sue decisioni tenendo principalmente conto del reddito e della continuità d'esso; lo speculatore invece dà sviluppo alle sue operazioni con il precipuo scopo d'ottenere da esse dei sopraprofiti.

Lo speculatore tende solo ad ottenere un temporaneo reddito da una qualunque operazione e, ottenuto ciò, egli mira a provocare quelle oscillazioni dei prezzi o quei perturbamenti nelle condizioni dei mercati che possono essergli di vantaggio per successive operazioni; mentre invece colui che investe puramente e semplicemente i suoi capitali si preoccupa soprattutto della sicurezza e della perma-

nenza del reddito. E perciò tanto più grande sarà la certezza che il reddito possa rimanere costante e permanente, tanto più piccola sarà la possibilità d'una viva azione speculativa. In sostanza quindi può dirsi che nell'investimento il rischio è un elemento accessorio, mentre invece esso ha un carattere principale nella speculazione, nella quale anzi il rischio è connaturato all'essenza stessa dell'operazione.

Una tale distinzione se riesce possibile e facile nel campo teorico non è però sempre effettuabile nel campo pratico, anche perchè non v'ha in genere investimento di capitali che non confidi di godere di un'eventuale sopravvalutazione dei beni nei quali s'è effettuato l'investimento medesimo. E perciò nel campo pratico una distinzione fra investimento e speculazione può essere fatta tenendo conto non solo della destinazione dell'impiego del capitale, ma anche della diversa misura ed estensione dei rischi che sono ad essa inerenti.

Forse in considerazione delle difficoltà pratiche che s'incontrano nel distinguere l'investimento dalla speculazione, di recente ha assunto in America una qualche importanza la figura del *spec-vestor*, di colui cioè che tenta di conciliare le ragioni che inducono all'investimento e quelle che spingono alla speculazione. Lo *spec-vestor* ha una funzione eclettica che tiene soprattutto conto delle condizioni individuali e di quelle del mercato. Egli, pertanto, soddisfa ad una necessità pratica. E perciò erra il KIRSHMAN quando afferma che la posizione dello *spec-vestor* è illogica in quanto persegue un duplice scopo, mentre invece essa, a dire il vero, corrisponde a particolari e ben determinati bisogni che manifestano la loro efficienza in ogni tempo e luogo.

Se riesce difficile accertare nel campo pratico l'investimento dalla speculazione, facile, invece, riesce il distinguere sia dal punto di vista teorico sia da quello pratico l'investimento dal giuoco in quanto che quest'ultimo non solo non ha scopo produttivo, ma viene effettuato per creare artificiosamente i rischi, mentre invece l'investimento li rifugge o se mai li subisce; l'investimento di capitali implica l'acquisto d'una qualche forma di proprietà e di diritti nei riguardi d'una persona, mentre invece ciò non si verifica nei riguardi del giuoco. L'investimento in quanto si risolve,

nella maggior parte almeno dei casi, in un acquisto esercita un'influenza sull'offerta e la domanda e perciò provoca le oscillazioni di prezzo di determinati beni; il giuoco, per contro, in quanto si riduce ad una scommessa, non esercita alcuna delle conseguenze sovraindicate. Si può pertanto concludere che l'investimento dei capitali corrisponde e soddisfa ad un elementare bisogno della collettività in quanto senza d'esso non si avrebbe incremento di ricchezza; il giuoco invece è fine a sè stesso e perciò si risolve, in sostanza, in un atto antieconomico.

Accertata la nozione d'investimento e posti in rilievo quali sono i caratteri differenziali che distinguono l'investimento dalla speculazione e dal giuoco vediamo ora quali e quanti sono i rischi insiti alle varie forme d'investimento dei capitali.

Secondo il Kirshman i rischi connessi agli investimenti di capitale possono essere distinti in rischi relativi al credito che un'impresa può meritare; in rischi di mercato ed in quegli altri che possono considerarsi come imprevedibili.

Tra di essi i più importanti, secondo lo stesso autore, sono i rischi del credito in quanto essi comprendono il rischio generale delle imprese ed il rischio finanziario, di cui il primo si riferisce alla conservazione del capitale e alla sua produttività, il secondo invece considera la posizione d'un dato titolo rispetto a tutti gli altri valori.

Il rischio di mercato si riconnette, per contro, ai movimenti del prezzo dei titoli; movimenti che possono essere provocati da cause interne ed esterne all'impresa.

I rischi imprevedibili sono infine come certi rischi della vita umana: non si pensa ad essi come non si pensa alla morte o alle gravi calamità se non quando se ne vedono i segni assai vicini; in considerazione di tali rischi nessun investimento può quindi dirsi sicuro.

Tra queste varie categorie di rischio, osserva ancora il Kirshman, quello che esercita una maggiore influenza, specie sul prezzo dei titoli, è il rischio del credito.

I rischi imprevedibili invece, finchè rimangono tali, non vengono scontati e non esercitano influenza alcuna; i rischi di mercato

poi sono in gran parte comuni a tutti i titoli e non hanno influenza su particolari categorie d'essi.

Questa classificazione è però indubbiamente troppo sintetica e non dà il modo d'accertare, partitamente, l'entità del rischio che è connessa alle varie forme d'investimento.

Più corrispondente a questo scopo è, senza dubbio, la classificazione fatta dallo HARDY, il quale esamina il rischio a seconda dei principali modi d'investimento e cioè:

1° investimento diretto nella propria impresa, il quale a sua volta può avere fini diversi e può essere rivolto alla costituzione d'una nuova impresa o ad estendere la sfera d'azione di un'industria già costituita, o, infine a ridurre il costo d'operazioni già iniziate;

2° estinzione dei debiti propri;

3° deposito in denaro presso banche, istituti di risparmio ecc.;

4° acquisto di titoli con lo scopo di lucrare interessi o dividendi;

5° prestiti personali;

6° acquisto o vendita di titoli con lo scopo di fruire di plus-valenze in seguito alle variazioni di prezzo;

7° giochi di borsa.

Contro questa classificazione si deve innanzi tutto notare che nel considerare i rischi dipendenti dall'investimento diretto dei capitali nella propria impresa si pongono in sostanza in rilievo le alee che sono inerenti alla produzione o quelle che sono connesse alla formazione del capitale. Non è da credere poi che l'estinzione dei propri debiti costituisca per le ragioni già dette una forma d'investimento. E così pure non si ha un investimento di capitali nel giuoco, ma piuttosto uno spostamento di ricchezza che non ha alcun carattere produttivo.

Deve notarsi inoltre che la classificazione fatta dallo Hardy per quanto sia abbastanza particolareggiata non tiene alcun conto degli impieghi di capitali che vengono, specie nell'epoca moderna, compiuti per il perfezionamento delle attitudini personali; essa non dà poi il modo di porre in particolare rilievo le alee dipendenti dagli investimenti compiuti sui beni immobili ed anche su

quelli mobili che abbiano un valore intrinseco non soggetto a notevoli oscillazioni o su quegli altri beni il cui valore sia soggetto a facile deprezzamento.

In considerazione delle osservazioni fatte i rischi relativi agli investimenti di capitale possono essere variamente considerati a seconda che si riferiscano alle persone o alle cose e particolarmente esaminati in conformità ai vari impieghi di capitale, e cioè secondo che l'investimento viene compiuto:

- 1°) per il perfezionamento delle attitudini individuali;
- 2°) per la concessione di crediti;
- 3°) per l'acquisto di terreni;
- 4°) per l'acquisto di aree edilizie;
- 5°) o di fabbricati;
- 6°) per la creazione di crediti ipotecari;
- 7°) per l'acquisto di cose mobili di facile consumo e deterioramento;
- 8°) di oggetti che hanno un valore intrinseco non soggetto a forti variazioni;
- 9°) di titoli a qualunque specie essi appartengano;
- 10°) nel riscatto di debiti vitalizi di determinati Enti pubblici.

Sarebbe fuor di luogo esaminare qui distintamente le alee che sono inerenti a queste diverse forme d'investimento; mi soffermerò perciò ad esaminare le alee che sono connaturate a quelle forme d'investimento che sono preferite dagli istituti di assicurazione; e cioè: l'acquisto di fabbricati, di aree edilizie, la concessione di prestiti con garanzia ipotecaria, l'acquisto di titoli ed il riscatto di debiti vitalizi.

Il rischio negli investimenti di capitale per l'acquisto di aree fabbricabili. — La costituzione della grande industria nei centri urbani o nelle prossimità d'essi, provocando lo sviluppo dell'urbanesimo, ha determinato, all'inizio del secolo XIX, un aumento notevole delle aree edilizie, che ha accresciuto gli appetiti degli speculatori, i quali, nella speranza di subitanei guadagni, procedettero all'accaparramento della maggior parte delle aree suscettibili di valorizzazione.

Se si tiene conto dell'aumento di valore delle aree edilizie, sia

nei paesi del vecchio continente sià anche del nuovo, non può porsi in dubbio che il procedimento seguito da coloro che intendevano speculare sull'aumento del valore delle aree fabbricabili facesse prevedere lauti e sicuri benefici.

È necessario però tenere conto che l'acquisto d'un'area fabbricabile per speculazione si risolve in sostanza nell'acquisto del diritto di profittare dell'altezza della rendita fondiaria; ma questa non s'accresce uniformemente per il semplice fatto che le città si sviluppano generalmente attorno ad un centro. E perciò a misura che ci allontaniamo da questo le aree fabbricabili perdono di valore, mentre invece il valore delle aree del centro tende ad elevarsi verticalmente a misura che la città si estende. L'acquisto di aree edilizie distanti dal centro, se compiuto a prezzi elevati può essere perciò, notevolmente aleatorio. Quest'alea è accresciuta anche dal fatto che il centro delle città non è qualcosa di stabile e di determinato, ma è invece anch'esso soggetto a continue variazioni, a seconda dei capricci della moda.

Non debesi poi dimenticare che avvenimenti eccezionali (rivoluzioni, guerre, modificazioni di frontiere ecc.) possono essere una causa di rovina o di prosperità per una città e dare motivo per ottenere facili guadagni di congiuntura o per subire perdite ragguardevoli. E parimenti non debesi trascurare che può essere sempre stabilita una imposta sul plus-valore immobiliare. E poiché le imposte del genere sono calcolate in base al plus-valore nominale i prelevamenti ch'esse operano sono rilevanti nel caso che si verificino deprezzamenti monetari. Quando infatti l'altezza dei prezzi serve di compenso al rinvilio della moneta, simili imposte non fanno altro che ridurre il capitale investito.

Fa d'uopo considerare inoltre che nel mercato delle aree fabbricabili esiste uno scarto fortissimo fra i prezzi all'ingrosso ed al dettaglio. Ora se può, entro certi limiti, essere giustificata la speranza di esitare presto e con vantaggio un'area limitata e posta in mezzo a fabbricati già esistenti ed in un quartiere di prevedibile sviluppo, non può, per contro, trarre a pronostici rosei l'acquisto d'un vasto terreno attorno al quale e nel quale occorra, anzitutto, portare il movimento, la viabilità, la vita.

Ma pur prescindendo dai rischi sovraindicati, devesi notare che l'acquisto di aree edilizie si presenta talvolta notevolmente aleatorio per il fatto che il progresso industriale è più rapido di quello urbanistico.

Non è certo pertanto che l'afflusso della popolazione nelle città si continui ovunque con lo stesso ritmo. I risultati ottenuti da talune modificazioni nella tecnica industriale e dallo sviluppo dei mezzi di trasporto palesano già la convenienza che si ha per talune produzioni a distribuire la popolazione nelle campagne, anzichè a concentrarla nelle città o nelle vicinanze di essa.

Il rischio negli investimenti su fabbricati. — L'investimento su fabbricati come quello rivolto all'acquisto di terreni ha goduto per lungo tempo il favore della borghesia agiata, la quale investiva i propri capitali nell'acquisto di fabbricati non soltanto per uso d'abitazione, ma anche a scopo locativo. Sotto Luigi Filippo e nella prima parte del secondo Impero, in Francia, ed in genere anche negli altri Stati Europei, questa forma d'impiego dei capitali era allora considerata come molto vantaggiosa, in quanto dava un reddito netto costante e sicuro, conferiva ai proprietari di case una certa dignità sociale ed offriva anche la possibilità, per il verificarsi di congiunture favorevoli, di godere, di plus-valenze e quindi d'un aumento di reddito.

Ma con lo sviluppo dell'urbanesimo, con l'intensificarsi e con il perfezionarsi dei mezzi di comunicazione, che pongono a disposizione delle comunità cittadine aree lontane e quindi con la creazione di nuovi quartieri e di nuovi tipi di fabbricati, la situazione si cambia: coloro che prendono a fitto gli appartamenti diventano più esigenti ed instabili, sicchè molti sono i locali che rimangono per lungo tempo sfitti e quindi non danno alcun reddito; le imposte e le spese d'amministrazione aumentano in rapporto al mutato tenore di vita e alle accresciute esigenze igieniche dei locatari.

La proprietà urbana non ha più la semplicità, la solidità e l'elasticità di cui godeva nel passato. La concorrenza si manifesta talora vivissima tra i proprietari di case; le nuove costruzioni deprezzano notevolmente quelle antiche; i fabbricati posti nell'in-

terno delle città, che non hanno un'ubicazione favorevole riguardo al movimento degli affari o a particolari esigenze locali, subiscono una svalutazione fortissima; la concorrenza s'accentua, per tal modo, non solo tra i proprietari dei fabbricati in genere, ma anche tra quelli dei diversi quartieri. Si manifestano allora nel modo più evidente le alee che sono insite all'investimento di capitali per l'acquisto di fabbricati, alee che schematicamente si possono così riassumere:

1°) La proprietà immobiliare urbana è soggetta, specie nei tempi moderni, a crisi periodiche notevoli e ad alee politiche eccezionali ed imprevedibili, le quali dimezzano talvolta il valore d'essa e ne rendono anche nullo il reddito.

2°) Non è sempre facile nè possibile avere una pronta realizzazione del capitale investito per l'acquisto d'un immobile urbano. Quest'alea è relativamente lieve per i fabbricati che hanno un limitato numero di vani, s'accresce progressivamente per quegli stabili che hanno un numero notevole d'appartamenti e che per il loro acquisto e la loro manutenzione richiedono un forte investimento di capitali. Tale rischio viene però ridotto in misura ragguardevole, e si può anche trasformare in una vantaggiosa congiuntura, quando il fabbricato può essere facilmente divisibile senza provocare una diminuzione del valore complessivo d'esso.

3°) La concorrenza che esiste tra le nuove costruzioni e i vecchi fabbricati lontani dal centro, l'aumento notevole delle spese di amministrazione e di manutenzione, la svalorizzazione delle vecchie abitazioni rendono quasi vano sperare i progressivi aumenti di reddito e le favorevoli congiunture di cui godeva il proprietario d'immobili urbani nel passato.

Il rischio nella concessione di crediti ipotecari. — Accennerò ora ai rischi che sono connessi alla concessione di crediti con garanzia ipotecaria, crediti che avevano una larga applicazione nel passato e che ne hanno anche una notevole nei nostri giorni, soprattutto per il favore ch'essi godono da parte degli Istituti di assicurazione. È noto, in vero, che il KLING, nella sua relazione sull'impiego dei fondi degli istituti d'assicurazione, relazione presentata al Congresso di Vienna del 1909, si dichiarò contrario ad un'estensione

troppo larga degli investimenti in titoli e mostrò invece le sue preferenze per gli impieghi ipotecari, soprattutto perchè essi non sono esposti alle oscillazioni dei mercati ed offrono generalmente un alto rendimento.

Opinione questa che è accolta anche da economisti quali il Black e lo Hardy.

Ma una tale opinione è veramente confermata dai fatti? Io non esito a dichiararmi per la negativa, specie dopo l'esperienza avuta dalla crisi monetaria, che, di recente, ha, non solo travagliato tutti i popoli, ma ha anche messo a dura prova tutte le economie pubbliche e private ed ha, in pari tempo, dato il modo di rilevare che anche gli investimenti ipotecari sono soggetti a particolari alee.

Per potere esaminare con qualche fondamento una tale questione è necessario innanzi tutto distinguere i mutui ipotecari che sono provocati da uno scopo principalmente consuntivo da quegli altri che invece vengono compiuti per scopi produttivi. Ora deve ammettersi che nel primo caso colui che concede il mutuo, anche in seguito a garanzia ipotecaria va incontro a rilevanti rischi che sono soprattutto in rapporto alla consistenza finanziaria del debitore. Nel secondo caso i rischi sono certamente minori, ma non mancano.

Ed infatti non può mettersi in dubbio che l'incertezza intorno al tempo in cui verrà restituita la somma data a mutuo con garanzia ipotecaria è una fonte di rischi, soprattutto perchè il creditore va incontro all'alea che il capitale non gli venga restituito nel tempo in cui gli è necessario. Quest'alea viene accresciuta specialmente nei casi di conflitti bellici, di calamità pubbliche, o di crisi, durante i quali il debitore beneficia spesso d'una moratoria e non rimborsa la somma avuta in prestito nel termine convenuto. Per tal modo il creditore non può valersi delle somme mutuate nel momento in cui ne avrebbe maggiore bisogno. Nè gli è facile ovviare a tale danno in quanto che i crediti ipotecari mancano di liquidità, non sono divisibili e non sono quindi facilmente cedibili, non esistendo, almeno attualmente, un meccanismo economico che possa assicurare loro un vasto mercato. E

perciò l'investimento dei capitali in mutui ipotecari implica, nella migliore ipotesi, la rinuncia a qualsiasi eventualità inaspettatamente favorevole, che possa presentarsi al creditore prima dell'avvenuto realizzo.

In conclusione può dirsi che l'alea che è inerente ai mutui ipotecari cresce in ragione diretta sia del bisogno che può avere il creditore di realizzare il suo credito, sia anche dell'entità del credito posto in relazione al patrimonio posseduto dal debitore ed anche dal creditore.

Il rischio nell'acquisto dei titoli. — Debbo ora parlare del rischio che è inerente all'investimento più comune e diffuso nell'epoca moderna: quello cioè dell'acquisto dei titoli.

Non v'ha dubbio che questa forma d'investimento ha sulle altre notevoli vantaggi in quanto i titoli:

1° corrispondono a tutti i vari gradi di fortuna e soprattutto permettono da un lato che gli investimenti avvengano a misura che si formano le economie; dall'altro lato rendono possibile, data la loro varietà, una minuta specializzazione nell'assunzione dei rischi;

2° sono quotati in borsa e offrono il mezzo, sia al grande sia al piccolo capitalista, non solo di seguire le fluttuazioni della sua fortuna e di vigilarla, ma anche d'effettuare, a seconda dei bisogni e delle opportunità, la negoziazione d'essi senza ricorrere all'opera degli intermediari. Per tal modo i titoli costituiscono nello stesso tempo dei collocamenti provvisori e definitivi e si possono considerare come intermediari fra il risparmio capitalizzato ed il risparmio riserva;

3° le spese d'acquisto o di realizzazione d'essi sono molto modeste, tanto da potere essere considerate come insignificanti;

4° il loro reddito, almeno di quelli principali, viene corrisposto ad epoche regolari;

5° possono essere garantiti contro il rischio di furto, d'incendio, di perdita sia mediante il loro deposito nelle banche, sia mediante vari altri accorgimenti, che danno la maggiore sicurezza al proprietario d'essi, e non importano un forte premio d'assicurazione;

6° infine possono essere accettati come moneta nelle transazioni o nelle divisioni di patrimonio e così via.

Per siffatte particolarità vengono eliminati quasi del tutto i rischi che sono inerenti agli investimenti fondiari o a quelli in crediti personali o garantiti da ipoteca.

Ciò non pertanto non è da credere che l'investimento in titoli sia immune da alee; deve invece ritenersi ch'esse assumono aspetti particolari e variano di misura e d'intensità a seconda della specie di valori.

Non v'ha dubbio che i titoli pubblici e le obbligazioni sono generalmente degli impieghi di capitale a reddito fisso non suscettibile d'accrescimento; essi, quindi, in sostanza, non sono altro che crediti per una determinata somma in moneta legale che dà interessi regolari e relativamente immutabili.

Questo per quanto si riferisce al valore estrinseco; per quanto invece riguarda il valore intrinseco non vi ha dubbio che essi, specie nei periodi di grande instabilità finanziaria, vanno incontro al rischio d'essere continuamente sottoposti a notevoli oscillazioni. Quest'alea provoca gravi ripercussioni nei riguardi di coloro che hanno acquistato i titoli ad un prezzo superiore alla pari e che quindi dovrebbero detrarre dall'interesse una quota necessaria per reintegrare l'avvenuta od anche l'eventuale perdita in conseguenza della svalutazione del titolo.

È facile intendere che tale perdita s'accresce soprattutto nei periodi di notevole flessione monetaria, i quali producono talvolta, come è accaduto in Germania l'annullamento quasi completo del valore del titolo.

Una simile alea è evidentemente minore quando il deprezzamento monetario è lento in quanto che, si ha la possibilità di negoziare i titoli posseduti e di recuperare, per tal modo, una parte del capitale investito.

Sotto questo aspetto si trova in una condizione di favore colui che possiede titoli redimibili in quanto che, anche quando viene ridotto al minimo il valore reale dei suoi titoli, egli ha sempre la possibilità d'ottenere, al momento dell'estrazione, il capitale nominale impiegato nell'acquisto d'essi e di avere anche, talvolta,

un premio considerevole in rapporto alla somma investita. Per tal modo egli può essere indennizzato, sia pure in parte, del ridotto potere d'acquisto della moneta.

S'aggiunga ancora che la certezza d'ottenere il rimborso della somma impiegata nell'acquisto dei titoli funziona, nel caso speciale, da paracadute contro eccessivi deprezzamenti.

Le azioni rappresentano delle frazioni di proprietà delle società che hanno provocato la loro emissione e danno diritto ad un dividendo quando le società abbiano ottemperato a tutti gli impegni contratti con le obbligazioni che hanno, come è noto, un diritto di preferenza sulle azioni.

Tanto le azioni privilegiate quanto quelle comuni costituiscono in sostanza, come ben nota il Black, una forma di credito ipotecario che trova la sua necessaria garanzia non soltanto nei beni posseduti dalla società che ha emesso le azioni, ma anche nell'avviamento d'essa. E perciò le alee delle azioni privilegiate e comuni sono in stretta dipendenza dell'azienda che ha provocato l'emissione delle azioni medesime. Esse però subiscono l'influenza non solo delle condizioni generali della produzione, ma anche d'avvenimenti straordinari di diversa natura (nuove scoperte industriali; nuove industrie; nuovi trattati doganali; mutamenti dei gusti dei consumatori ecc.) che influiscono come è ovvio in misura diversa sull'incremento delle industrie.

Questi avvenimenti, che in misura diversa agiscono sul corso delle azioni, possono con una certa approssimazione, sebben non in tutta la loro entità ed estensione, essere preveduti dall'accorto capitalista, ma non già dal piccolo risparmiatore che direttamente o indirettamente, viene a subire tutte le alee che sono ad esse connaturate.

È facile poi intendere che gli avvenimenti sovraindicati e le alee che sono ad essi connessi apportano maggiori o minori variazioni sul corso delle azioni a seconda che queste si riferiscono ad imprese che hanno una potenzialità di sviluppo o che invece siano stazionarie od in via di regresso.

Parrebbe perciò che le azioni procurino minori benefici ai loro possessori in confronto a coloro che possiedono titoli pubblici od

obbligazioni e che quindi provochino, in rapporto a questi ultimi valori, maggiori alee.

Una tale opinione è stata confermata, sebbene con qualche limitazione, dal LEROY-BEAULIEU. Accertamenti statistici e confronti sistematici compiuti di recente hanno invece dimostrato in modo indubbio che non soltanto nella fase ascendente, come si ritiene comunemente, ma anche nelle circostanze opposte, gli impieghi di capitali in azioni sono in media e a lungo andare preferibili agli altri investimenti in valori mobiliari, sia nei riguardi del reddito, sia nei riguardi delle plus-valenze che provocano.

Il rischio nel riscatto dei debiti vitalizi comunali e provinciali. — Ed ora debbo fare poche osservazioni circa il rischio che è inerente al riscatto dei debiti vitalizi comunali e provinciali. Questa forma d'investimento, come è noto, è stata di recente adottata soprattutto dalle società d'assicurazione o dagli Istituti di credito che hanno a loro disposizione notevoli capitali.

Per effetto del riscatto l'Istituto d'assicurazione o di credito assume a proprio carico il pagamento di tutte le pensioni vigenti ad un dato giorno a favore dei pensionati di un determinato comune o d'una provincia; l'Istituto d'assicurazione o di credito dovrebbe di conseguenza ricevere l'importo del valore capitale delle pensioni, calcolato al giorno del riscatto, in base ad una tariffa di rendita vitalizia.

Normalmente però gli enti che intendono cedere il loro debito vitalizio non possono disporre d'un simile fondo, di guisa che l'Istituto d'assicurazione è costretto a concederlo in mutuo all'ente ed a riceverlo poi sotto forma di annualità costante per un determinato numero di anni, garantita con delegazione sulla sovraimposta fondiaria o sugli altri principali proventi dell'ente.

In sostanza dunque si effettua la conversione in un'annualità costante, per un numero prestabilito di anni, della annualità variabile, costituita dall'onere delle pensioni; onere che naturalmente declina d'anno in anno fino a completa estinzione in un numero di anni non assegnabile *a priori* in un certo modo, ma solo prevedibile in base a leggi di probabilità.

Per l'Istituto che compie il riscatto queste operazioni rappresen-

tano un impiego di capitale vero e proprio; esso infatti nei primi anni del riscatto paga per rate maturate di pensioni assai più di quanto riceve per annualità di mutuo; così l'ente è corrispondentemente sgravato di una parte dell'onere vitalizio. Nel secondo periodo dell'operazione, cioè negli ultimi anni del mutuo, avviene l'opposto; le annualità che l'ente è tenuto a versare all'Istituto, che ha effettuato il riscatto superano l'importo delle pensioni che lo stesso Istituto dovrebbe rimborsare.

Come è facile intendere questa forma d'investimento, per le garanzie che ha si può considerare quasi libera da ogni rischio; è soggetta cioè soltanto alle alee dipendenti da fenomeni accidentali o da errori di calcolo. Normalmente però gli Istituti d'assicurazione che effettuano il riscatto, sono coperti e dagli uni e dagli altri.

Dopo quanto ho esposto qualcuno di voi potrebbe trarre l'illazione che tutti gli investimenti sono aleatori e che pertanto all'investimento dei beni sia da preferire il consumo dei beni. Una tale deduzione sarebbe però non soltanto illogica, ma anche contraria ai principî della scienza economica, la quale se da un canto manifesta le alee che sono insite alle varie forme d'investimento dall'altro offre il mezzo d'eliminare, o quanto meno di ridurre, le alee medesime, dividendo opportunamente il capitale tra le varie forme d'impiego o distribuendolo nel tempo e nello spazio. A questo precipuo scopo hanno, di recente, avuto un notevole sviluppo, soprattutto nell'America, le così dette società d'investimento di capitali, che costituiscono una specie di mutua assicurazione dei rischi, in quanto raccolgono i capitali disponibili in cambio di obbligazioni e li investono in uno svariatissimo numero di azioni industrialmente e geograficamente ripartite, in guisa da provocare nel contempo equilibrio dei rischi e sicurezza d'investimento.

Non bisogna poi dimenticare che una funzione importantissima nei riguardi della eliminazione dei rischi sia economici sia sociali esercitano con i loro investimenti di capitale gli Istituti d'assicurazione. Essi in vero sono organi che funzionano da accumulatori e nel contempo da diffusori della ricchezza, in quanto che accumulano i premi di varia entità dovuti dagli assicurati ed

investono le somme disponibili in vari modi, distribuendo gli impieghi di capitale nel tempo e nello spazio in guisa da eliminare gli eventuali rischi. Essi poi in quanto possono investire una parte notevole del loro impiego in titoli di Stato costituiscono una forte difesa del risparmio, e, specie nei momenti di panico, possono arginare la discesa dei titoli pubblici e mantenere sempre viva la fiducia che in essi hanno i piccoli risparmiatori.

Ora tutto ciò dimostra che la scienza economica non è, come comunemente si crede avulsa dalla vita, ma che anzi trae le sue intime ragioni d'essere dalle più varie e complesse manifestazioni della collettività; e se da un lato essa pone in rilievo le alee che sono connaturate alle nostre azioni, dall'altro essa offre il mezzo di eliminarle o di ridurle, provocando con ciò il progresso dei singoli e della Nazione.

CHE COSA È LA BANCA ?

(*Conferenza del prof. Riccardo Bachi*) (*).

La risposta al quesito che forma il titolo della mia conferenza non è contenuta nella legislazione, in Italia, e forse nemmeno in altri paesi, per quanto le banche non siano certo ignorate dal diritto positivo, nè da noi nè altrove.

Il vocabolo « banca », a differenza di tanti altri che figurano nel dizionario, non ci dà in sè, oggi, con la sua forma, alcuna idea intorno all'oggetto suo, all'istituto che designa. Questo vocabolo appartiene a quella categoria di parole che potrebbero dirsi dei « fossili linguistici » poichè rispecchiano condizioni proprie di età molto lontane. Nelle cose dell'economia le parole fossili sono assai frequenti, perchè l'economia è dinamica, molto dinamica, mentre il linguaggio tende sovente a rimanere statico. Nell'economia si ha una specie di « vischiosità », anche nelle parole. Il nostro vocabolo è rimasto pertinace lungo i secoli e i millenni, nei più vari idiomi, per quanto gli organismi bancari subissero, per via, delle trasformazioni profonde. Il vocabolo « banca », « banchiere » ricorda cose assai lontane, richiama il trapezita greco e il mensario romano e poi di nuovo il banchiere o banchista medioevale che, dinanzi ad una mobile tavola, all'angolo di vie frequentate, esercitavano la funzione della compravendita di monete o, meglio, del cambio fra monete di un tipo e monete di un altro tipo.

La agevolazione dei pagamenti.

Questo remoto e poi risorto antenato dei nostri banchieri ha solo una funzione volta ad agevolare i pagamenti. Il compito della

(*) Tenuta il giorno 14 giugno 1929.

agevolazione dei pagamenti ha dominato assai a lungo l'evoluzione dell'opera bancaria. È una particolarità della banca quella di volgersi frequentemente verso nuovi compiti, ma senza obliare od abbandonare i compiti precedenti: avviene attraverso la lunga e complessa evoluzione, una continua giustapposizione di nuove funzioni alle precedenti cure: nulla si perde dell'opera un tempo impresa: i nostri banchieri non stan più seduti sullo sgabello ai margini delle strade, ma continuano pur sempre la remotissima funzione del cambio delle valute, adattata in nuove guise per i mutamenti tecnici intervenuti via via negli strumenti monetari.

La funzione dell'agevolazione ai pagamenti si è integrata più tardi con quella della custodia della moneta. Il banchiere è divenuto un raccoglitore di depositi. I depositi avevano luogo essenzialmente per attenuare il rischio del furto o della distruzione della moneta. Questa funzione bancaria è stata talora svolta da organismi religiosi, sembrando che il carattere sacro degli edifici fosse appunto elemento di attenuazione dei pericoli di manomissione.

Ancora, la agevolazione ai pagamenti guida il sorgere del *banco giro*, per cui la banca che riceve depositi, effettua compensazioni di debiti e crediti fra i clienti, fra i depositanti, risparmiando l'incomodo del ritiro e poi del ritorno della moneta.

Le evoluzioni nell'opera bancaria, così come le evoluzioni in tutte le opere umane non si svolgono sempre e dovunque secondo quella linea che ai nostri occhi tardivi sembra logica: le cose, le necessità, impongono talvolta delle logiche diverse da quelle che a noi astrattamente si prospettano. Senza ambire a tracciare una vera e assai complessa narrazione storica, possiamo, con uno schema alquanto semplice, vedere evolversi dalla banca che riceve depositi e che fa giri di crediti, la banca che esprime i depositi in una «moneta immaginaria», in una «moneta di conto», e così ancora elimina per il depositante un grave rischio, quello attinente alle alterazioni monetarie subdolamente e fraudolentemente compiute da Stati o da privati.

La banca, attraverso questi vari stadi di organizzazione e di azione, ha sempre ancora essenzialmente solo la funzione della custodia del denaro e del pagamento. Essa è organo che migliora

tecnicamente il trasferimento del denaro attraverso il tempo o attraverso lo spazio, presso lo stesso operatore o da un operatore ad un altro.

L'impiego dei depositi.

Alla semplice funzione del trasferimento della moneta da un istante ad un altro, della semplice custodia di cumuli di moneta corrisponde evidentemente la mancanza di utilizzazione di tale moneta finchè ne dura la giacenza. Questa mancanza di utilizzazione riesce tanto più gravosa, quanto più il movimento degli scambi, degli affari, tende a crescere nel mercato attraverso il tempo, cioè quanto più tende a dilatarsi il fabbisogno, la domanda di moneta. Si presenta più marcata la convenienza di dilatare la disponibilità di medio circolante, dapprima con l'utilizzazione (almeno parziale) della massa di moneta metallica accumulata dai depositanti presso la banca, più tardi con la creazione di surrogati della moneta, di segni rappresentativi di essa.

Con la temporanea utilizzazione della moneta metallica da parte di operatori diversi da quelli che hanno effettuato i depositi, le banche non sono più semplici serbatoi di moneta, e divengono redistributori di moneta. Non sono soltanto organi di pagamento, strumenti miglioranti il movimento del denaro, ma anche divengono istituti di credito. Non occorre notare quale profonda trasformazione significhi la nuova funzione della redistribuzione di moneta.

La banca, istituto di credito.

Sin che la banca era soltanto un istituto di custodia della moneta, la custodia stessa era un servizio reso al depositante, servizio cui corrispondeva una remunerazione. Trasformatasi la banca in istituto di credito e sorta la funzione della cessione della moneta a terzi, l'indole economica del deposito viene generalmente a mutare: esso diviene mezzo per consentire alla banca la redistribuzione della moneta. Il deposito si trasforma in cessione di uso della moneta alla banca, da parte di una schiera di operatori, cessione che consente, da parte della banca, l'ulteriore cessione ad un'altra massa di operatori.

Si ha pertanto un duplice svolgimento di operazioni creditizie, fra di loro coordinate.

Poichè la cessione della moneta a terzi, ad opera della banca, importa una remunerazione corrispondente all'utilità che la moneta ha per i cessionari, così la banca — per avere adeguatamente ampia la disponibilità di moneta, — trova conveniente offrire una remunerazione ai depositanti: il deposito si trasforma così, per costoro, da operazione onerosa in operazione fruttifera.

La banca diventa, per così dire, un negoziante di denaro o, meglio, un negoziante di credito, che realizza un guadagno, un profitto *sui generis*, in quanto esista una differenza positiva fra la remunerazione ricevuta e la remunerazione data per l'uso del denaro.

Le operazioni dei due ordini — passive ed attive — devono essere, per il regolare svolgimento dell'opera bancaria, fra di loro coordinate nella loro dimensione in un dato istante, nella dimensione mutevole attraverso il tempo, nell'indole economica e nell'indole giuridica.

Il deposito ha assunto adunque un carattere creditizio, legato con un ulteriore movimento pure creditizio. Non è più una ricchezza rivestente la sterile forma monetaria che semplicemente si ricovera, sempre in tale inerte forma, nel sicuro ospizio offerto dallo scrigno della banca. Muta di natura. Diventa una ricchezza che forse solo transitoriamente serba la forma monetaria, e può mutare tale forma, non più secondo le necessità o le convenienze dell'originario proprietario, ma secondo le necessità o le convenienze di altri, forse remoti, operatori. La languente moneta sente infusa una nuova vita e si palesa non più come una dormiente massa di nascosta ricchezza che attende una lontana ora di risveglio, ma si palesa come un risparmio attivo e vivido, ancora amorfo, ma pronto ad obbedire a qualsiasi cenno, che additi una destinazione, che disponga una trasformazione in un operativo capitale.

La rinnovazione che chiude per la banca il pigro compito del salvadanaio, chiude anche la lunga fase sterile per il deposito.

Il risparmio nelle mani della banca può divenire risparmio consuntivo oppure risparmio produttivo. Il giro del risparmio consuntivo che si svolge attraverso l'opera bancaria può essere assai cospicuo e servire naturalmente allo spostamento di consumi lungo il tempo. Nell'economia moderna è scaduto di rilevanza il movimento di risparmio consuntivo diretto specificamente ai consumi privati: emerge quasi soltanto più, in maniera tipica, presso i vetusti monti di pietà; molto più rilevante è il risparmio consuntivo piegato ai fini degli enti pubblici: si tratta di un movimento creditizio che in certi istanti diventa assai voluminoso ed imprime particolari indirizzi all'opera bancaria. Ma tuttavia il credito consuntivo può essere lasciato in disparte in questo nostro rapido profilo delle cose creditizie.

Il banchiere autore di scelte.

Hanno importanza molto maggiore le operazioni attive delle banche, in quanto i prestiti si concretano nella fornitura di capitale alle imprese, cioè nella fornitura agli imprenditori di uno tra i fattori produttivi. In quanto le banche svolgono questa « fornitura di capitale alle imprese », le banche hanno una grande influenza sullo svolgimento delle attività produttive sul mercato. È una influenza essenziale il cui carattere e la cui entità sfuggono forse talora sia agli stessi banchieri che agli esterni osservatori. Con la concessione o non concessione, concessione in una data misura e in un dato istante di capitale alle singole imprese, le banche imprimono il loro volere sull'indirizzo dell'attività produttiva: decidono avvenga la produzione del bene *a* invece della produzione del bene *b*: assegnano alla produzione del bene *a* certe dimensioni lungo i successivi istanti: assegnano una certa dimensione alle singole imprese, importano la scelta di un dato processo produttivo in confronto con un altro: additano od impongono determinate organizzazioni di spaccio, determinate combinazioni dei fattori produttivi. Sono le grandi banche – o, meglio, sono i grandi magnati della banca – che in dati istanti fanno trionfare nell'orbita della produzione un dato indirizzo in confronto di un altro, che adducono una data produzione, una data impresa ad una certa

dimensione, che dilatano l'impiego della macchina, che promuovono la coltivazione intensiva della terra invece della coltivazione estensiva, il vigneto invece del seminativo, l'uso dell'elettricità invece dell'uso del vapore.

Le banche adunque, col vario svolgimento delle operazioni attive, con la varia distribuzione dei fondi raccolti dalle operazioni passive, compiono un'opera, molto complessa ed essenziale, la cui intima indole sfugge molte volte all'acume degli stessi banchieri. I banchieri non sono dei semplici redistributori di denaro, non sono muti ed inerti redistributori di credito. Essendo redistributori di denaro e di credito sono anche gli autori di scelte. Essi compiono scelte di uomini, scelte di rami di attività, scelte di processi tecnici, scelte di durata dei cicli produttivi, scelte di tempi per lo svolgimento delle opere. È questa quintuplice opera di selezione che fa assurgere il banchiere ad un alto ed essenziale compito nella direzione di tutta la vita.

Scelte di uomini.

Compiono scelte di uomini, anzitutto. Le scelte di uomini hanno una grande importanza, in ogni aspetto e condizione della vita umana ed i modi di eseguirle sono estremamente vari. La forma ideale della selezione sembra essere quella che si svolge spontanea pur essendo definitiva: di tali si ha forse un solo esempio, quello delle anime raccolte a rinnovarsi nel purgatorio dantesco: quando un'anima sente raggiunta la perfetta purità, si sceglie, si riconosce da se stessa e si libra su verso la sfera celeste che le è eletta, e tutte le altre anime vibrano per la gioia e dalla sublime montagna si leva alto verso Dio l'inno della letizia ineffabile. Nella vita terrena non si hanno simili riconoscimenti della propria perfezione e sono innumerevoli e svariati i meccanismi, gli esterni strumenti della selezione. La storia del diritto costituzionale, quale si è svolto nei vari tempi e presso le varie genti, non è altro che la narrazione degli infiniti sforzi, dei mutevoli ed ingegnosi espedienti immaginati e tentati per giungere al reclutamento di persone veramente atte a reggere la cosa pubblica, dotate del dono divino di guidatori di uomini. I più vari espedienti furono

escogitati lungo i tempi nei vari popoli, nei vari Stati, e talora, perduta ogni speranza, ogni fiducia nei meccanismi intelligenti di selezione, si giunse al cieco espediente di affidare la designazione al caso, alla estrazione di nomi da un'urna.

Nell'odierna e così complessa ed oscura vita economica, il compito di scegliere gli uomini cui spetta la funzione di imprenditori tocca ai banchieri. Esiste così una specie di parentela fra i banchieri ed i cardinali che raccolti in conclave designano il Prelato che dovrà assurgere alla tiara. Esiste una specie di parentela fra i banchieri ed i magistrati che col loro giudizio distinguono fra gli accusati i rei e gli innocenti. Esiste ancora un'analogia fra i banchieri e gli esaminatori nelle scuole, in quanto i docenti compiono la spinosa funzione di distinguere fra i candidati i sapienti e gli ignoranti. Ed un'analogia collega altresì i banchieri ai consiglieri di leva che selezionano i coscritti secondo la statura e la capacità toracica.

I banchieri fanno anch'essi delle scelte al pari dei valentuomini di cui ho ricordata l'opera. Le designazioni bancarie non avvengono, no, con la solennità d'un conclave, d'un processo penale, e neppure con la forma più umile d'un esame di promozione o di licenza. Le designazioni bancarie si svolgono nel segreto del gabinetto del direttore o nel rapido dibattito di una commissione di sconto: la decisione si palesa appena attraverso una sigla apposta ad un qualche documento. Pure le scelte compiute dai banchieri, nella loro mite riservatezza, sono bene spesso tanto più importanti che le clamorose designazioni in cui si impernia il reggimento delle cose politiche, poichè dalla « scelta degli imprenditori » per la concessione del credito molto dipende la formazione dell'elemento umano che organizza e dirige le imprese. Molte imprese, tutte forse, sorgono, vivono, durano, solo in quanto ad esse sorrida il favore della banca. Un conoscitore della concreta vita economica d'un qualsiasi paese, che percorra un qualsiasi elenco di ditte, di società, può facilmente indicare le banche che di ciascuna hanno promosso la nascita, sorretto i primi passi e poi accompagnata la vita. La « scelta degli imprenditori » importa spesso la esistenza di legami duraturi fra date

imprese e date banche: certe imprese sono « clienti » di date banche: se le imprese e le banche rivestono la forma della compagnia per azioni, avviene spesso che questi vincoli adducano alla presenza di dirigenti o alti funzionari della banca nel consiglio di amministrazione della società produttiva, e talora anche al fenomeno inverso.

La scelta degli imprenditori da parte del banchiere avviene senza pubblicità e solennità di procedura. Avviene senza che il banchiere possa valersi di taluni mezzi di indagine che paiono guidare altre scelte. Egli deve misurare le stature economiche dei suoi clienti, la loro capacità cerebrale, la loro vigoria nervosa, le loro attitudini ad essere dei guidatori di uomini, degli organizzatori di opere. Ma in questa delicata funzione non dispone del sussidio di alcuno strumento analogo a quelli che giovano per l'antropometria. Il banchiere trova successo in questa sua scelta dei clienti solo se egli è dotato di intime e innate qualità per cui egli sia un fine « conoscitore di uomini »; egli deve essere un attento e pertinace osservatore dell'ambiente economico, un fedele osservatore di tutte le vite che vi si svolgono; deve sapere cogliere rispetto a tutti gli uomini di affari che agiscono intorno a lui, di ora in ora, tutti quei sintomi anche impercettibili che sono i segni rivelatori dei caratteri della personalità umana e dei mutamenti che questa subisce nel tempo.

Scelte di rami di attività produttiva.

Dalla prima scelta, quella degli uomini, derivano le altre scelte: quelle dei rami di attività da svolgere, dei processi tecnici da applicare, della durata dei cicli produttivi, dei tempi opportuni per lo svolgimento delle opere. Solo per un artificio di logica, queste scelte si distinguono tra di loro, tanto esse sono, l'una con l'altra, intimamente compenstrate, così da formare in fatto un'unica scelta nei rispetti del banchiere, quella del tipo, dell'entità, della data e della scadenza delle operazioni bancarie attive da effettuare.

Scelta di rami di attività produttiva, anzitutto: cioè designazione complessiva ed individuale degli ordini di imprese da finanziare, degli impieghi di capitale cui si presume debba arridere

la sorte propizia. Di istante in istante, di tempo in tempo, dal grande flusso del dividendo nazionale, si stacca una corrente di ricchezza, che non viene applicata al soddisfacimento attuale dei bisogni, ma risparmiata ed applicata, per un tempo più o meno lungo, alla dilatazione e al potenziamento dell'attività produttiva nazionale. Questa corrente è ingrossata via via dagli anteriori risparmi di cui sono chiusi gli anteriori impieghi e che riprendono la forma liquida. Si ha così la grande e variabile mole del risparmio amorfo, che di istante in istante si tratta di ripartire, nei rispetti dell'intero mercato, tra le varie destinazioni, tra le varie attività. La cura di questa grande ripartizione spetta in larga misura all'aggregato delle banche. La dottrina economica ha fissato il fondamentale semplice nitido principio, secondo cui l'arduo riparto deve avvenire perchè esso riparto sia ottimo, perchè il risparmio che di ora in ora è complessivamente disponibile raggiunga il grado massimo della sua efficacia, e consegua così la più alta remunerazione possibile. Il principio è quello, noto a tutti i miei ascoltatori, che regge ogni applicazione di fattori produttivi: il principio della parità nelle produttività marginali. Il principio è semplice e chiaro, ma l'applicazione sua da parte della collettività delle banche non si presenta certo semplice e chiara. Ciò specialmente perchè la produttività degli impieghi vari del risparmio che si tratta di equilibrare, non è solo la produttività attuale, ma è soprattutto la produttività futura, quella che si presenterà in avvenire, spesso anche in un avvenire remoto.

La scelta dei rami di industria da finanziare — più ancora che quella degli uomini da sovvenzionare — è una scelta che poggia su previsioni, su attese, su cose sperate assai più che su cose presenti e sugli odierni risultati di cose passate. Le previsioni possono errare: possono errare non solo per imperfetta nozione di circostanze già concrete, ma anche per il mutare delle circostanze attraverso il decorrere del tempo. Le scelte possono errare, anche perchè avvengono di necessità frazionatamente, con indipendenza pressochè piena da parte di ogni banca, anzi con mancanza pressochè totale di reciproca nozione delle particolari scelte, che già sono avvenute e che di istante in istante avvengono.

Gli errori che le banche collettivamente commettono nel riparto del risparmio fra le varie produzioni, significano, di tempo in tempo, sovracapitalizzazione per alcuni rami di industria e sotto capitalizzazione per altri rami. Significano ineguaglianza di rendimento e minore rendimento complessivo, per l'assieme del risparmio disponibile, così come per l'assieme degli altri fattori produttivi esistenti sul mercato. La dottrina pura, con ingenua semplicità, può additare la via per la rettifica di questi errori, per trarre « il troppo e il vano ». La dottrina può supporre un ambiente in cui il capitale, al pari degli altri fattori produttivi, sia perfettamente e istantaneamente fluido. In questo mondo teorico, seppur errori si compiono, sono tosto corretti, ed ogni molecola di capacità produttiva ritrova tosto la sua cella, il luogo migliore per sprigionare tutta la sua possanza. Ma nel nostro mondo reale i movimenti di capitale sono spesso lenti, difficili, assai costosi, ben sovente addirittura impossibili. Gli errori compiuti dalle banche sono di frequente, disgraziatamente, definitivi. I capitali — specialmente i capitali fissi — non sono reversibili: se vengono costituiti in copia eccessiva in un dato punto del sistema economico, sono irremissibilmente perduti.

Scelte di processi tecnici.

La scelta dei rami di attività economica da finanziare, nel suo vario svolgimento attraverso il tempo, importa implicitamente la scelta dei processi tecnici da applicare via via alle produzioni. L'introduzione di un nuovo procedimento tecnico in un'impresa, importa una nuova combinazione dei fattori produttivi. Generalmente adduce ad una dilatazione, forse grande, nella dimensione dell'impresa. Significa minorazione del costo, di solito, soltanto se si accresce il volume della produzione. Tipicamente essa importa la sostituzione di nuovi elementi del capitale fisso ad altri elementi che divengono antiquati e significa in via assoluta, accrescimento del fabbisogno di capitale per l'impresa. La concessione del nuovo e più ampio finanziamento è esplicita adesione da parte della banca alla innovazione: è concorso della banca nella scelta del nuovo procedimento tecnico.

Le variazioni nel finanziamento, quale si svolge attraverso il tempo, non solo nella dimensione di esso, ma anche nel modo della concessione di uso del risparmio, e soprattutto nella proporzione nel finanziamento a breve od a lunga scadenza, importano variazioni nel ciclo produttivo. È specialmente la dimensione del capitale di anticipazione, quella che immediatamente, direttamente, influisce sulla lunghezza del ciclo, poichè il capitale di anticipazione offre all'imprenditore il mezzo di corrispondere ai detentori dei servizi produttivi le remunerazioni loro spettanti sino a che il ciclo non si sia chiuso, e col chiudersi non abbia recato all'impresa il ripristino in forma monetaria del cumulo di ricchezza coagulata nel prodotto.

Così, la contrazione del finanziamento breve, determina di necessità l'accorciamento del ciclo e specialmente impone l'abbreviazione della fase mercantile di esso; impone la riduzione delle giacenze di materie prime e di prodotti, e la rapida realizzazione dei prodotti per il più pronto riflusso della moneta. Ben gravi sono i fenomeni che conseguono a questo abbreviamento: esso coincide con la fase nel movimento degli affari in cui si diffonde la tendenza, il bisogno di liquidazione, di riscuotere crediti, di convertire beni in moneta, anche a costo di sacrifici, sacrifici che sono rinunzie a profitti, che sono perdite. L'abbreviazione del ciclo — spesso imposta di necessità dalla banca — è fenomeno che determina il passaggio dalla fase di grande effervescenza negli affari a quella di crisi. Pertanto l'azione della banca nel congegnare variamente attraverso il tempo i suoi finanziamenti, importa la determinazione della variante lunghezza del ciclo produttivo per le imprese.

Scelte di tempi.

Le variazioni nella concessione, in genere, del finanziamento alle imprese, lungo i successivi istanti, significano variazioni nella dimensione dell'attività produttiva. La banca — determinando la cronologia delle sue operazioni creditizie — determina anche implicitamente la cronologia delle espansioni nelle opere manifatturiere. Essa dilata o restringe presso gli imprenditori la disponi-

bilità di uno dei fattori della produzione, e con ciò promuove indirettamente corrispondenti variazioni anche nell'impiego degli altri servizi produttivi (per quanto queste indirette ripercussioni possano essere, in qualche misura, attenuate da mutamenti nelle proporzioni dei rispettivi impieghi).

Particolarmente notiamo che le variazioni nei finanziamenti brevi significano maggiore o minore copia di capitale di anticipazione e così di mezzi per la remunerazione dei vari fattori durante lo svolgimento del ciclo. E gli incrementi di finanziamenti lunghi sono strumento di nuova domanda di beni costituenti in maniera specifica il capitale fisso delle imprese: così sono causa di forte espansione nell'attività delle industrie producenti beni strumentali, e così soprattutto nelle industrie minerarie, metallurgiche, meccaniche.

V'ha, pertanto approssimativa corrispondenza fra la dinamica nei finanziamenti e la dinamica nell'attività manifatturiera. La correlazione fra questi movimenti ha soprattutto importanza economica e sociale in quanto la dinamica si svolga per cicliche fluttuazioni nell'attività industriale, con le ritmiche alternative di espansione, effervescenza, crisi, depressione, marasma e con il fatale corteo delle ritmiche alternative nelle sorti delle imprese, nel volume dell'impiego e nella remunerazione per i servizi produttivi e particolarmente per il lavoro manuale.

* * *

Che cosa sono tutte le scelte che abbiamo passato in rassegna?
Sono funzioni che paiono e sono tipicamente proprie dell'imprenditore.

Il banchiere, imprenditore.

L'imprenditore, nell'economia pura è una personalità economica assai semplice, dai lineamenti ben definiti: egli è il creatore dell'impresa, l'organizzatore dell'attività produttiva; è colui che provvede e combina i fattori produttivi, che acquista nel rispettivo

mercato il servizio dei fattori stessi, assumendo l'obbligo giuridico di corrisponderne la remunerazione: all'imprenditore spetta il *nosse*, il *velle*, il *posse*, la cognizione, la volontà e la possanza per determinare tutto quanto concerne la vita dell'impresa.

Nell'economia reale la « personalità » dell'imprenditore è assai complessa; spesso è tanto complessa da risultare a dirittura indefinibile, irricognoscibile: nella più rilevante forma odierna di organizzazione dell'impresa, nella società per azioni, riesce a dirittura impossibile individuare in quale o meglio in quali tra gli organi dell'azienda risieda l'imprenditore.

Nelle imprese odierne — generalmente tanto più vaste e complesse che non le imprese dei tempi anteriori al capitalismo, — le funzioni spettanti tipicamente all'imprenditore si sono di tanto moltiplicate, che esse non risiedono più in un determinato organo dell'impresa, ma assai variamente si associano con le altre funzioni, in guisa da non essere più nitidamente distinguibili. Si ha quella « diffusione dell'imprenditore » di cui ha parlato Maffeo Pantaleoni: tutti coloro che agiscono nell'impresa, può dirsi, hanno, in una qualche misura almeno, qualche particella delle funzioni che teoricamente sembrerebbero doversi concentrare nella persona fisica dell'imprenditore.

Credo che si possa andare anche più lungi.

Il congegno dell'economia moderna è tale che non solo moltiplica le personificazioni concrete dell'imprenditore, ma talune di esse proietta, a dirittura, fuori dell'impresa: la principale di queste « esteriorizzazioni » dell'imprenditore è il banchiere: con linguaggio spiritista, potremmo dire che il banchiere è « il doppio » dell'imprenditore, è una delle « materializzazioni » della nebulosa personalità di costui.

Il banchiere, per la primaria fra le sue scelte — per quella di uomini — deve essere — come notavo dianzi, essenzialmente un « buon fisionomista ». La capacità di rilevare le fisionomie si sorte dalla natura e si affina con l'esperienza: non deriva dai libri, dai precetti. Per le scelte secondarie (secondarie ma non minori) il banchiere deve essere soprattutto un buon economista. Le scelte secondarie devono poggiare sull'osservazione dell'ambiente: non

dell'ambiente ristretto locale su cui può materialmente spaziare un piccolo occhio umano; poichè non esistono più mercati chiusi, lo sguardo del banchiere deve protendersi molto lontano. Il banchiere deve molto osservare e molto sapere interpretare.

Per questa osservazione e per questa interpretazione è indispensabile, oramai, il sussidio assiduo e squisito della più raffinata metodologia statistica, della più penetrante dottrina economica. La buona condotta bancaria non può essere solo il risultato dell'intuito e dell'esperienza ma anche della sapienza.

Nelle grandi banche moderne l'azione direttiva è spesso fiancheggiata dall'opera di « uffici di studio »: nelle banche britanniche questi organismi recano il significativo titolo di « uffici dell'intelligenza ». Questi dipartimenti intellettuali sono degli osservatori, bene attrezzati, volti a seguire da presso le vicende dei mercati, che pongono in evidenza — spesso attraverso abili e fini elaborazioni statistiche — e interpretano, ogni sintomo della dinamica economica.

La bontà e razionalità delle scelte in cui si impernia l'azione bancaria sta ben sovente nella compiutezza, penetrazione e tempestività di questa grande opera di semiologia economica e nella fiducia che in quest'opera intellettuale è riposta. Molte catastrofi bancarie derivano dall'assenza o insufficienza degli uffici di studio, o derivano da ciò che talora gli uffici esistono, ma sono considerati come un vano lusso: qualche volta si può, anche nell'ambito delle banche, ripetere la parola del Saggio antico « la sapienza grida per la via e niun uomo l'ascolta ». I risultati sono palesi.

* * *

La banca, come impresa di assicurazione.

Le operazioni passive importano per la banca la disponibilità per un tempo più o meno lungo della massa di moneta depositata. Le operazioni attive significano rinuncia a tale disponibilità, cessione dell'uso della moneta per un tempo più o meno lungo.

Per il regolare svolgimento dell'opera bancaria è necessario che le operazioni attive si chiudano ciascuna — dopo il tempo per cui sono avvenute — col riflusso alla banca di una massa di moneta corrispondente a quella ceduta. Questa restituzione è generalmente subordinata al buon risultato dell'attività produttiva svolta dalle imprese cui è stato accordato il credito. Esiste così una specie di solidarietà economica tra i soggetti delle operazioni passive e quelli delle operazioni attive, solidarietà spesso non avvertita se non in istanti di gravi perturbamenti economici. I depositanti sono — senza che essi se ne rendano conto — per così dire associati a tutte le imprese cui la banca apre credito.

Depositare denaro alle banche è atto che importa un rischio.

Il rischio era minimo nelle antiche banche di semplice deposito dove la moneta era serbata intatta. Il rischio risultava solo dalla possibilità di frodi del banchiere, di furti, di manomissioni statali, di cataclismi ed altri eventi simili, piuttosto rari. Nelle banche moderne il rischio è evidentemente maggiore: esso varia attraverso il tempo, specialmente in connessione con lo svolgimento ciclico nel movimento degli affari; varia secondo il tipo delle banche, delle operazioni compiute, dell'estensione di tali operazioni, della capacità con cui i dirigenti operano la scelta dei clienti, ecc.

In molti casi l'estensione dell'attività della banca a un territorio ampio e a tipi vari di imprese significa migliore riparto dei rischi, attenuazione dell'aliquota di rischio in confronto con la massa delle operazioni. È questa una delle circostanze fondamentali che determinano la moderna duplice tendenza alla concentrazione bancaria (cioè all'assorbimento di minori istituti da parte delle grandi banche) ed all'espansione bancaria (cioè alla diffusione territoriale dell'opera delle grandi banche mediante la creazione di filiali; talora in molti piccoli centri).

Al rischio — prima che i depositanti — si trova esposta la banca.

La banca funziona per i depositanti non solo come un intermediario che fa le scelte per conto di essi, ma anche come un intermediario che assume l'obbligazione dello « star del credere ».

Per questa garanzia viene ad avere una speciale importanza il patrimonio proprio della banca. Le banche bene amministrare pro-

curano di rafforzare le loro riserve ed anche procurano che esista una certa proporzione fra la dimensione delle operazioni passive ed il patrimonio, (fra i mezzi altrui e i mezzi propri), effettuando aumenti di capitale quando crescono notevolmente i fondi depositati da terzi; spesso, accanto alle « riserve palesi » le banche curano la formazione di « riserve occulte », « nascoste tra le pieghe del bilancio », costituite attraverso valutazioni dei crediti ed altre attività, prudenziali, inferiori alla realtà attuale.

Formazione di un'ampia massa di operazioni; adeguato assortimento di tipo delle operazioni con la varietà dei tipi di imprese finanziate; riparto territoriale dei rischi; formazione di grandi e crescenti riserve: sono parole queste che suonano abituali all'orecchio dei miei uditori, poichè ho l'onore di parlare dinanzi ad un'accolta di assicuratori.

Le banche sono molte cose ad un tempo: sono anche delle imprese di assicurazione; curano l'assicurazione dei crediti nei confronti dei depositanti.

L'impresa di assicurazione come banca.

Viceversa, ben sovente le imprese di assicurazione sono anche, un poco, banche. Gli organismi assicurativi — specialmente quelli vitalizi — sono delle imprese *sui generis*, il cui ciclo produttivo ha la particolarità di essere vario per lunghezza da operazione ad operazione, e di essere spesso mediamente assai lungo.

Nelle imprese industriali ordinarie, il prezzo del prodotto è riscosso alla fine del ciclo, quando il prodotto è finito e venduto; si ha così la necessità di un capitale di anticipazione, adeguatamente ampio, che dia all'imprenditore la possibilità di remunerare i servizi produttivi prima ancora che lo spaccio del prodotto rechi il riflusso di moneta. Nelle imprese di assicurazione, invece, talora il prezzo del servizio reso è riscosso nella sua totalità agli inizi stessi del ciclo e se anche perviene ratealmente all'impresa, si ha pur sempre una riscossione anticipata. Questa anticipazione del prezzo, crea all'impresa assicurativa una disponibilità monetaria ampia e lunga, con una scadenza che, per grandi masse di affari, può ritenersi predeterminabile con molta appros-

simazione. Il fenomeno dell'anticipata percezione del prezzo è piuttosto raro, ma in qualche caso si riscontra anche all'infuori della tipica manifestazione propria delle imprese di sicurtà: si ritrova ad esempio nelle imprese giornalistiche rispetto agli abbonamenti, dove l'anticipazione si ha addirittura per tre centinaia di cicli. Ma forse solo per le assicurazioni, il fenomeno raggiunge grandi dimensioni. Dà luogo ad un'enorme massa di mezzi liquidi che si accumulano presso gli organi assicurativi così pubblici come privati. Questi divengono così delle grandi banche, banche la cui opera risulta tanto più efficace, preziosa, nel sistema dell'economia moderna, in quanto la lunghezza del ciclo e la rotazione degli affari, consente loro, mirabilmente, di svolgere operazioni creditizie a lunga ed anche a lunghissima scadenza. Sono, così, banche assai adatte per formare capitali a lento e lungo rendimento, quali sono quelli investiti in bonifiche, in miglione agrarie, in opere edilizie, e simili. Questa funzione creditizia ha spesso una grande importanza nel provocare l'esercizio pubblico dell'opera assicurativa: l'intendimento fondamentale o lo scopo sussidiario è talora quello di creare un particolare mercato creditizio favorevole ai bisogni dello Stato.

* * *

Ritornando alle banche ordinarie, abbiamo presso di esse gli investimenti brevi e gli investimenti lunghi; abbiamo cioè il risparmio, che dallo stato amorfo si è trasformato in capitale rivestente una data forma per un breve o per un lungo tempo: trascorso tale tempo, il capitale ritorna alla forma monetaria, ridiventa risparmio amorfo pronto per un nuovo ciclo, per una nuova trasformazione.

La banca nel mercato del risparmio.

Tipicamente il ritorno del risparmio all'originale detentore dovrebbe avvenire solo quando il risparmio ha chiuso la sua vita come capitale. Nella realtà, la fenomenologia non si svolge

secondo questo schema. La « realizzazione » in forma monetaria del capitale da parte dell'originario detentore non dev'essere necessariamente rinviata sino al definitivo disinvestimento del capitale, sino alla scadenza del rispettivo credito. I crediti per risparmio trasformato in capitale sono trasmissibili. Designando, più brevemente, queste trasmissioni come trasmissioni di capitali, si ha che nel sistema dell'economia esistono dei mercati dei capitali dove avvengono scambi di capitali contro moneta, con formazione di prezzi. Questi prezzi sono essenzialmente formati con riferimento alla remunerazione attendibile dai capitali per il tempo prossimo.

A questi prezzi dei capitali corrisponde la formazione di « saggi correnti di capitalizzazione », talora assai varii secondo il tipo dei capitali scambiati.

L'operazione più caratteristica che importa il trasferimento di capitali investiti per tempi brevi è il sconto delle cambiali, operazione con cui avviene la redistribuzione degli investimenti brevi da banca a banca, talora, in parte, anche con l'intendimento di operare la ricordata redistribuzione dei rischi; talvolta può ritrovarsi una qualche analogia fra il sconto e la riassicurazione.

Operazione — assai più caratteristica — che importa il trasferimento dei capitali a lunga scadenza, è l'emissione di titoli, sia di titoli a reddito variabile che a reddito fisso.

Molte volte l'investimento a lunga scadenza ad opera delle banche, assume originariamente la forma dell'apertura di conto corrente, del conto di corrispondenza, od anche della cambiale: sono tutte queste forme di operazioni creditizie aventi l'apparenza della brevità, ma che hanno in realtà una durata lunga. Qualche volta la estinzione avviene in maniera graduale, come si dice « con decurtazione ».

Tale breve apparenza, tale assenza di un lungo vincolo giuridico, è causa di grave instabilità nell'economia di molte imprese industriali. Importa il pauroso rischio in un'improvvisa abbreviazione del ciclo produttivo, della disastrosa necessità di un rapido disinvestimento di capitale fisso.

La forma tipica, duratura, della sistemazione degli investimenti di risparmio a lunga scadenza, è la sostituzione di titoli

al ricordato credito bancario ordinario. I titoli sono il simbolo della proprietà dei risparmi investiti per lungo tempo ed il trapasso loro è strumento di passaggio di tale proprietà. Qualche volta l'emissione dei titoli non è indizio della definitiva sistemazione di questi investimenti, poichè può darsi che l'emissione sia soltanto uno stadio preparatorio ed i titoli rimangano tuttavia giacenti nel portafoglio della banca, così che sia avvenuto unicamente uno sterile ed illusorio giro di partite.

La sistemazione avviene solo quando i titoli trovano — come si dice in gergo bancario — un « classamento », uno stabile collocamento in portafogli privati. Una tale operazione significa raccolta di « risparmio fresco », di « denaro fresco », di un nuovo risparmio amorfo con cui si inizia un nuovo ciclo di capitalizzazione.

Credito mobiliare.

Col grande sviluppo dell'attività manifatturiera, svoltosi a partire dal secolo XVIII, col largo impiego di mezzi meccanici, con la produzione di beni e servizi in grandi masse, a serie, per il mercato, con la costituzione dell'economia capitalistica insomma, si è molto aumentata la dimensione del capitale fisso impiegato nelle imprese industriali. Ha così assunto un'enorme importanza la funzione bancaria dell'intermediazione per la fornitura del risparmio da trasformare in questo capitale fisso, cioè la funzione cosiddetta del credito mobiliare. La storia bancaria, a partire dai primordi del secolo XIX, narra tentativi varii per la creazione di speciali istituti volti all'esercizio di questo credito, per escogitare speciali congegni bancari che ad esso risultino particolarmente adatti. È una storia assai complessa, tormentosa, ricca di episodi drammatici, che qui non può essere esaminata neppure di scorcio. Per avventura questa storia è per il nostro Paese particolarmente resa desolante dalla grande frequenza degli insuccessi, dei disastri.

In Italia, come in vari altri paesi, attualmente l'esercizio del credito a lunga scadenza mediante istituti specializzati è limitato ad alcune forme di investimenti e di imprese (finanziamento edilizio, armamento marittimo, ecc.), Generalmente per questa particolare opera creditizia si adottano speciali metodi di raccolta dei

risparmi da investire, assicuranti l'adeguata lunghezza dell'investimento e si impongono speciali privilegi sui beni rispetto a cui il credito è accordato. Ma la più estesa parte del credito mobiliare è esercitata, non già da organi speciali, ma da istituti creditizi generali e in gran prevalenza dalle grandi banche di credito ordinario, senza specializzazione nell'impiego dei fondi, di solito senza particolari garanzie reali e senza il deciso ricorso a operazioni passive aventi lunga scadenza.

La prima di queste due caratteristiche torna veramente logica e opportuna di fronte all'assenza delle altre due, in quanto corrisponde a quel riparto dei rischi di cui dianzi ho tenuto parola. È conveniente che la banca esercitante il credito mobiliare — sia nella fase in cui tale credito ha la forma chirografaria o cambiaria come nella fase in cui già sono sorti dei titoli, ma questi sono ancora in qualche misura presso la banca — abbia un portafoglio assortito, un « mazzo » complesso di titoli, e costituisca così un *omnium* nel quale attraverso la gran varietà dei rischi speciali risulti minorata la quota generale complessiva di rischio.

La terza caratteristica porta a che, in larga misura, le banche svolgano il credito mobiliare con la forma del credito bancario ordinario e con mezzi tratti da operazioni passive brevi o brevissime, con i depositi.

È questo un procedimento pericoloso. L'uso dei depositi in prestiti lunghi può avvenire solo se la banca può sicuramente prevedere che si svolga in futuro una rotazione dei depositi, per cui nuovi afflussi di danaro corrispondano ai ritiri, e con frequente tendenza alla dilatazione del fondo. Questa previsione può essere smentita dalla realtà: può sorgere un panico che riduca violentemente il fondo dei depositi; e la riduzione di questo fondo può avvenire anche senza che si manifesti un grave sconcerto, semplicemente per il giungere della fase nel ciclo degli affari che adduce ad una diminuzione nella velocità di circolazione della moneta, alla estesa tendenza alla liquidazione delle posizioni e così alla crisi economica. Col giungere di questa fase gli investimenti lunghi aventi la forma del credito bancario breve divengono « immobilizzazioni »: recano talora catastrofi, adducono qualche volta

al « salvataggio » cioè alla forma patologica di trasferimento dei prestiti aventi remota scadenza e, comunque, lenta e difficile liquidazione.

La banca e la borsa.

Per l'esercizio del credito mobiliare — specialmente se alimentato da depositi — ha adunque importanza decisiva la rapida trasformazione giuridica ed economica operata mediante l'emissione e il collocamento dei titoli. Uno stretto vincolo collega pertanto la banca mobiliare con la borsa, vincolo che è talvolta erroneamente giudicato. La borsa è per la banca lo strumento di osservazione del formarsi del prezzo per i capitali, del saggio di capitalizzazione, delle valutazioni attinenti ai rischi connessi con i diversi impieghi del risparmio. Le vicende della borsa offrono alla banca molti fra gli elementi sintomatici per la scelta dei tempi appropriati alle operazioni di finanziamento. In questa scelta la banca non dev'essere guidata solo dalla considerazione del variare, attraverso il tempo, nella domanda di capitale e nella produttività di esso in connessione con il rendimento degli altri fattori produttivi. La banca deve essere guidata anche dalla considerazione del fluire di istante in istante dell'offerta di risparmio suscettibile di impiego lungo. La dinamica relativa al flusso del risparmio è assai oscura: la borsa è fra gli strumenti più preziosi di osservazione del vario modellarsi di questa offerta.

La banca, in date condizioni, per mezzo del suo contatto, del suo controllo sulla borsa, può anche riuscire ad influire su tale offerta dilatandola o restringendola. La banca può variare il « fondo dei riporti », i mezzi di cui si vale la speculazione di borsa e può — sino a un certo punto — agire ad imprimere un dato svolgimento alla curva delle quotazioni per facilitare la contrazione del proprio portafoglio di titoli, cioè il collocamento dei titoli in portafogli privati, che costituisce la fase definitiva e risolutiva del credito mobiliare.

L'offerta complessiva del risparmio, in genere, è dotata di una scarsa elasticità: molto maggiore è, certamente, la elasticità di quella sezione del risparmio che si investe nei titoli di cre-

dito, che si converte in capitale attraverso l'acquisto di titoli, per mezzo della borsa. Su questa offerta la banca può, in date condizioni, esercitare una certa azione coi suoi interventi nella borsa. Ed ancora, la banca, attraverso la borsa, può, in date condizioni, influire sui movimenti di mezzi liquidi da mercati forestieri.

Mentre in Italia e in parecchi altri paesi l'esercizio del credito mobiliare spetta principalmente a banche che contemporaneamente curano il credito breve e assumono l'apparenza di « banche ordinarie », di « banche di sconto e deposito », di « banche di credito commerciale » - altrove, già da tempo non breve, è risorta in forma nuova la tendenza alla creazione di organismi speciali di intermediazione per il lungo impiego del risparmio, ma dissimili dagli istituti dianzi rammentati, che, foggiate verso la metà del secolo scorso, ebbero vita tanto fortunosa. Sono principalmente gli *investment trusts*, società fiduciarie, cooperative di risparmiatori che curano, nell'interesse comune degli associati, la buona gestione dei risparmi. Mentre le banche, sia odierne che del passato, curanti l'esercizio del credito mobiliare non mirano solo all'integrità e al frutto del risparmio impiegato, ma anche a imprimere dati indirizzi alla generale attività produttiva, a promuovere la formazione di imprese, a stimolare il movimento degli affari, ad accrescere il giro delle operazioni creditizie brevi, e talora a favorire dati interessi, a stimolare dati rapporti, le società fiduciarie si propongono generalmente solo il più sicuro e fruttifero impiego dei risparmi. Cercano soltanto di formare un buon portafoglio, di titoli bene assortiti, accuratamente scelti: la scelta è di continuo riveduta, variandosi l'assortimento. Gli organismi emittenti i titoli accolti nel patrimonio della società fiduciaria sono oggetto di diuturna osservazione da parte dei dirigenti la società, ma non si formano vincoli di specifica interessenza, di « dominio », di « controllo » e neppure della, così detta, « amicizia » con le società e altri enti che hanno emesso i titoli così come invece avviene rispetto alle banche che esercitano il credito mobiliare. Questa tipica indipendenza fra le società fiduciarie e le imprese - che non si possono più dire in fatto « imprese sovvenzionate » - fa sì che l'esistenza della società fiduciaria invece della banca per il

credito mobiliare, per la trasformazione del risparmio in capitale fisso, significhi differenza profonda nel meccanismo dell'attività economica.

Funzioni parzialmente assimilabili a quelle del credito mobiliare hanno le compagnie finanziarie e le società che abbinano l'attività industriale con l'esercizio del finanziamento rispetto alle imprese industriali minori. Qui non v'ha certo la indipendenza economica e personale che è tipica per le società fiduciarie, ma anzi i legami fra società finanziatrici e imprese finanziate sono molto intimi, e per gli organismi del secondo tipo l'intermediazione finanziaria è strumento di essenziale importanza per il coordinamento dell'attività manifatturiera.

Qui non v'ha certo la formazione di un « omnium », di un portafoglio assortito, di un riparto di rischi, poichè i titoli accumulati si riferiscono invece tipicamente a un solo ramo di attività economica: si mira all'attenuazione dei rischi soltanto attraverso la colleganza fra le imprese del dato ramo di industria, col controllo esercitato sul mercato dei prodotti.

Anche il sorgere e il moltiplicarsi di questi organismi significa trasformazione del meccanismo e delle funzioni creditizie.

* * *

Le funzioni della banca, di cui ho tracciata la rapida rassegna, risultano dal compito, da essa assunto, di distributrice di credito, di intermediaria nel mercato del risparmio. Ma la banca, divenendo istituto di credito, non ha cessato di essere organismo influente sul movimento dei mezzi di pagamento, influente sul valore del medio circolante.

La banca detentrica e distributrice di moneta.

La banca — al pari di qualsiasi altro operatore nel mercato — è, in un dato qualsiasi istante, detentrica di moneta; ed attraverso il tempo riceve moneta (moneta che, in quanto è ricevuta rimane *pro tempore* sottratta alla funzione circolatoria) e spende, distri-

buisce moneta (moneta che così ritorna alla funzione di circolazione). L'attività economica (creditizia) svolta dalla banca attraverso il tempo, oppure la posizione tenuta in un dato istante, — in analogia con l'attività o la posizione degli altri operatori — agisce sulla velocità circolatoria della massa di moneta esistente sul mercato e così sul valore della moneta.

La condizione accennata si presenta tipicamente in un mercato in cui sia unicamente moneta metallica e non esistano possibilità di variazioni nella massa totale di questa (per nuova produzione o per fusione di monete o per movimenti con altri mercati). L'opera creditizia della banca — le sue operazioni passive e attive — significano ritiro e restituzione di monete alla circolazione. Naturalmente, anche in un simile mercato, l'azione dell'aggregato delle banche sul potere d'acquisto della moneta presenta speciale rilevanza in confronto con quella di altri ordini di operatori sia per la grande entità che generalmente assumono complessivamente le operazioni creditizie, sia per l'indole degli organismi bancari. Pertanto, anche nel mercato a circolazione unicamente metallica, all'azione creditizia della banca è strettamente collegata l'azione monetaria: le vicende nel valore della moneta attraverso il tempo dipendono in larga misura dalla condotta delle banche.

Produzione di moneta bancaria.

Ma l'influenza monetaria della banca è fortemente accentuata in un ambiente — quale è quello formatosi gradualmente in molti paesi — ove il metallo è oramai esiliato dalla effettiva circolazione e questa si svolge praticamente soltanto rispetto a segni rappresentativi di vario tipo. La mia rassegna delle funzioni bancarie è così rapida e generale, che di necessità deve trascurare ogni analisi, ogni particolarità di istituti singoli e di speciali compiti. Ed io posso astrarre tanto, anche in materia monetaria, da giungere ad ignorare la distinzione fra i segni rappresentativi trasferibili mediante semplice tradizione e quelli trasferibili mediante cessione scritta, mediante girata; e ad ignorare la corrispondente distinzione — rispetto alla creazione di segni mone-

tari — fra le banche di emissione e quelle che diciamo « ordinarie ». Posso riferirmi, in materia monetaria, specialmente a queste ultime, e parlare delle banche come produttrici di « moneta bancaria ».

La banca, in quanto è istituto di credito, in quanto è distributrice di credito, non è più — come nel caso precedentemente accennato, — redistributrice della moneta metallica precedentemente raccolta, ma è produttrice di moneta bancaria. Semplificando, ignorando al solito le varietà dei casi pratici e delle forme tecniche, si può prospettare la distribuzione di credito, l'operazione attiva tipica, come assumente la forma della concessione di un libretto di *chèques* per un importo determinato, *chèques* che saranno materialmente posti in circolazione dalla ditta accreditata: la effettiva emissione degli assegni inizia le operazioni che adducono variamente alla trasformazione dei mezzi liquidi in capitale. Viceversa l'afflusso degli assegni alla banca, il ritorno della moneta bancaria, si svolge attraverso l'operazione passiva tipica, quella del deposito.

Le operazioni passive e attive che abbiamo dianzi considerate come strumento di afflusso e poi di redistribuzione del risparmio amorfo, come concretanti la gestione creditizia, sono operazioni da cui risulta, anche, l'uscita e il ritorno della moneta bancaria e così, anche, la massa che di tale moneta si trova in un dato istante sul mercato.

Se nel mercato circolasse unicamente moneta metallica e le operazioni passive ed attive della banca si svolgessero unicamente in moneta metallica, la dimensione delle operazioni passive formerebbe un obiettivo limite invalicabile per le operazioni attive: il distacco nella dimensione fra i due ordini di affari potrebbe variare attraverso il tempo poichè potrebbe essere variabile lungo i successivi istanti la entità della giacenza metallica che la banca ritenesse opportuno serbare via via nei suoi forzieri.

Se nel mercato, invece della moneta metallica circola moneta bancaria, si ha ancora la approssimativa corrispondenza tra la dinamica delle operazioni passive e quella delle operazioni attive, e questa approssimativa corrispondenza potrebbe far ancora sup-

porre che la dimensione delle operazioni attive fosse limitata da quella delle operazioni passive, che cioè la banca conceda prestiti solo in quanto riceve depositi, e che essa sia sempre ed unicamente semplice redistributrice di risparmio amorfo; distribuisca denaro perchè ai suoi sportelli giunge denaro. Ma in un regime di moneta bancaria, la corrispondenza nel tempo fra i due ordini di operazioni creditizie è unicamente quella che si presenta in ogni fenomeno collettivo in cui una massa di casi risulta da un movimento di rinnovazione per continua e variante produzione ed estinzione di casi singoli. Quando si espande ad opera della banca la produzione di moneta bancaria, si espande anche — dopo un certo decorso di tempo — il riflusso di tale moneta agli sportelli della banca. Non sono pertanto le operazioni passive che danno un limite alle attive ma bensì la espansione o contrazione delle attive che provoca la corrispondente variazione delle passive.

La domanda di moneta.

Non esisterà adunque un limite alla funzione della banca quale produttrice di moneta?

Questo limite parrebbe a prima vista risultare dalla somma della domanda di moneta che, di istante in istante, si forma presso tutti quanti gli operatori che sono sul mercato, dalla sintesi dei fabbisogni individuali di moneta che si presentano per tutti coloro che agiscono sul mercato.

Un dato operatore in un dato istante ha la convenienza di avere la disponibilità di moneta così come ha la disponibilità di svariati altri beni. Ciascun individuo (o famiglia o ditta o istituzione) accanto ad altri beni, ha in propria pertinenza una certa quantità di moneta, la quale rappresenta una data percentuale rispetto al valore del patrimonio dell'operatore medesimo. Questa proporzione non è determinata casualmente: i saldi di tutti i conti nel libro mastro del nostro Tizio, e così anche il saldo del conto cassa, sono di una dimensione tale che risponde ad un calcolo di convenienza. Così come esiste una condizione di equilibrio per un consumatore, in quanto, attraverso un dato spazio di tempo, costui destina il suo reddito al soddisfacimento dei

vari suoi bisogni, così esiste una condizione di equilibrio per il detentore di un patrimonio, in quanto costui, in un dato istante, determina l'assortimento di beni di cui gli conviene consti tale patrimonio. In un ambiente in cui si svolgono scambi fra gli operatori, quando è raggiunta la condizione di equilibrio, cioè non si ha più convenienza di procedere ad ulteriori scambi, la proporzione in cui figurano le varie partite dell'inventario di Tizio, (ed analogamente per tutti gli altri operatori) deve essere tale che la stimata utilità marginale ponderata per tutti i beni sia identica. Se tale eguaglianza di utilità non si presenta, se Tizio constata che l'utilità marginale ponderata del pane è inferiore a quella del vino, la constatazione significa che la posizione di equilibrio non è raggiunta, e così Tizio procederà a vendite di pane e compere di vino, operazioni che, variando i prezzi sul mercato, importeranno spostamenti di beni presso tutti gli altri operatori.

Questo giudizio sull'utilità dei vari beni diretti che figurano nel patrimonio di Tizio, si riferisce, non solo al godimento immediato dei beni, ma anche a godimenti postergati nel tempo: Tizio trova conveniente detenere del vino anche in vista dei godimenti che potrà provare bevendolo fra un mese o fra un anno: i confronti fra le utilità marginali ponderate si fanno attualmente scontando godimenti che potranno aversi in tempi vari avvenire. Il giudizio si compie, anche nei rispetti dei beni strumentali, secondo l'utilità che deriverà dai beni diretti conseguibili via via attraverso il tempo con l'impiego dei beni strumentali che ora figurano nell'inventario. Fra i beni, la moneta è il bene strumentale per eccellenza: con la giacenza di denaro che è nel conto cassa, Tizio potrà conseguire in avvenire certe quantità di qualsiasi altro bene esistente sul mercato. Nell'istante cui noi ci riferiamo, Tizio non determina a caso tale giacenza, ma bensì secondo lo stesso calcolo con cui determina la convenienza di avere degli *stocks* di tutti gli altri beni del suo inventario.

Per la moneta, come per tutti gli altri beni, istituisce gli accennati calcoli comparativi di utilità ponderata marginale, diretta o indiretta: per la moneta si tratterà evidentemente di utilità indiretta, raggiungibile in tempi futuri attraverso gli

scambi (secondo previsioni che potranno anche essere smentite poi dai fatti). Se da questo calcolo risulta a Tizio che lo *stock* di moneta è ora soverchia e la disponibilità di vino o di ferro greggio è scarsa, con tutta semplicità potrà spendere moneta per procurarsi ulteriori dosi di vino o di ferro: reciprocamente opererà se la giacenza monetaria è deficiente. Questi conteggi rispetto ai vari beni si riferiscono all'avvenire, prossimo o remoto, in cui avverrà la relativa utilizzazione dei beni. La varia lunghezza del tempo (per cui Tizio fa lo « sconto » dei godimenti futuri) rientra sempre nel calcolo di convenienza svolto da Tizio.

In questo calcolo individuale di convenienza la massa di moneta da inserire nell'inventario di ciascun operatore, si presenta come il risultato di una comparazione attuale e futura fra la moneta e gli altri beni (esistenti o non esistenti ora nell'inventario), comparazione basata sui rapporti di scambio attuali o presunti futuri. Così il fabbisogno individuale di moneta è, nella sua dimensione assoluta, il risultato della considerazione del valore che la moneta ha ora e contemporaneamente si presume debba avere in avvenire.

Ma il calcolo da cui risulta il raggiungimento dell'equilibrio per ciascun detentore di patrimonio, il raggiungimento di quello che potrebbe dirsi l'« ottimo inventario », l'« inventario ideale » per ciascun operatore, e quindi la quantità di moneta che ciascuno trova conveniente avere nel proprio forziere in un dato istante, non risolve in sé il problema, che qui ci occupa, della quantità di moneta bancaria che le banche operanti sul mercato possono produrre per dotare il mercato di una buona ed economica moneta.

La quantità di medio circolante che Tizio ha la convenienza di vedere figurare nel suo odierno inventario sarà espressa dalla cifra di cento, o di mille, o di un milione — non solo a seconda delle cifre di numero, lunghezza, peso, volume che in tale inventario figurano per gli altri beni, — ma anche a seconda dei rapporti di scambio che attualmente esistono sul mercato fra la moneta e tutti gli altri beni e di quegli altri rapporti che Tizio presume debbano formarsi in tempi futuri.

Questi rapporti di scambio sono determinati, di istante in istante, non solo dalla massa dei beni che sono sul mercato oggetto di scambio — e pertanto dagli sforzi necessari per la formazione di essi beni e dalla intensità dei gusti per il godimento di essi beni — ma anche dalla quantità dei segni monetari esistenti sul mercato e dalla efficienza circolatoria loro. Il potere d'acquisto del medio circolante — in date condizioni, che si possono considerare come tipiche: quando, cioè, non varia, attraverso successivi uguali spazi di tempo, la dimensione e composizione dell'aggregato di beni scambiati e la media velocità di circolazione della moneta — varia attraverso il tempo in ragione inversa della massa di medio circolante esistente sul mercato: la domanda di moneta, nelle dette condizioni, ha, cioè, una elasticità pari alla unità. Supporre, adunque, che dalla dimensione delle domande individuali di moneta possa derivare la nozione della dimensione complessiva di moneta bancaria che è conveniente produrre, significa procedere per circolo vizioso, compiere un errore di logica, una petizione di principio.

**Il valore conveniente per la moneta bancaria:
la stabilità nel cambio.**

La massa di moneta bancaria che è conveniente sia prodotta dall'assieme delle banche operanti nel mercato, è connessa col potere d'acquisto, col valore che si reputa conveniente per tale moneta. Tradizionalmente questa convenienza è stata ravvisata nella parità di valore tra la moneta bancaria e l'oro.

L'oro è la merce che un tempo formava la contropartita effettiva per tutti gli scambi, anche interni. Attualmente l'oro è la merce che forma la contropartita — effettiva o potenziale — per tutti gli scambi internazionali. Mantenere la costante parità di valore tra la moneta bancaria e l'oro significa che — se una corrispondente costanza è raggiunta contemporaneamente presso i vari mercati fra loro comunicanti e se l'oro circola liberamente, facilmente, da luogo a luogo — si avrà pure, rispetto a questi vari mercati, una approssimativa costanza nella ragione di scambio delle rispettive monete bancarie o divise, e una approssima-

tiva uniformità nelle variazioni delle ragioni di scambio tra le monete e dati aggregati di beni, purchè siano aggregati piuttosto ampi e bene assortiti, e purchè i beni stessi godano di una marcata fluidità interlocale. Mantenere questa costante parità di valore tra moneta bancaria e oro significa, pertanto, raggiungere l'approssimativa costanza nei cambi, e raggiungere anche (in via sempre approssimativa) la costanza della parità fra i poteri d'acquisto delle monete, nei vari paesi, rispetto alle accennate merci, cioè l'approssimativa uniformità nella dinamica dei rispettivi numeri indici dei prezzi.

Quando nel mercato la massa della moneta bancaria risulta esuberante oppure scarsa rispetto alla dimensione che è necessaria perchè si raggiunga, in confronto con gli istanti precedenti, la costanza nei cambi e nella parità fra i poteri d'acquisto, sintomi ben evidenti, pronti, sicuri, denunciano la esuberanza o scarsità. Se nel mercato vi ha libera e piena convertibilità fra assegni, biglietti e oro, se vi ha libera circolazione dell'oro, delle merci, del risparmio, dei titoli, rispetto ai mercati forestieri: forze formidabili tosto agiscono per ripristinare, più o meno rapidamente, la condizione monetaria tipica. Tra le principali di queste forze sta la espansione o riduzione nella concessione del credito (la inflazione o deflazione creditizia), da cui deriva l'incremento o il decremento nella massa dei segni monetari.

Le divergenze dalla condizione monetaria che diciamo tipica — quella cui corrisponde il cambio alla pari — possono essere minime e facilmente rimediabili, se la condotta delle banche tutte è avveduta, lungimirante, prudente, razionalmente basata su una piena e penetrante nozione delle vicende del mercato. Per evitare le divergenze e, soprattutto, per rimediarvi, compiti vari, metodi vari di azione toccano da un lato alle banche di emissione, quali organismi cui particolarmente spetta il movimento dell'oro, e alle banche ordinarie quali organismi cui particolarmente spetta il movimento della moneta bancaria e del credito.

Dico della moneta bancaria e del credito, perchè i due movimenti sono fra loro intrecciati indissolubilmente. L'intreccio di questi fenomeni mostra come, pur nell'assetto odierno dell'eco-

nomia, si ripeta in altra forma quel vincolo tra la massa monetaria e le operazioni bancarie attive, che or ora additavo come proprio del mercato in cui circoli unicamente il metallo.

In un tale antiquato ambiente, la massa del metallo che esiste ed opera, molto dipende nella sua dimensione dalle accidentalità della produzione aurifera. In un tale ambiente, la posanza creditizia delle banche è rigidamente, in complesso, vincolata dalla massa che del prezioso metallo affluisce alle banche attraverso le operazioni passive.

Nel mercato più evoluto, da noi più specialmente considerato, circola, in fatto, solo la moneta bancaria: le banche paiono avere illimitate facoltà di produzione di questa moneta e potere, con grande sconfinata larghezza, riversare sul mercato i loro prodigiosi libretti di assegni, che paiono fabbricare dal nulla il risparmio per la conversione in capitale.

L'oro — l'antico dio possente — sembra svanito via dall'Olimpo: esso è invisibile, raccolto fuori degli sguardi profani, nel sacrario della banca di emissione; ma esso serba tutto il suo potere: domina ancora il giro interno e internazionale della moneta; e così pone ancora dei limiti invalicabili alla produzione della moneta bancaria e dunque alla concessione del credito.

La moneta bancaria è un meccanismo circolatorio mirabile, assai meglio dotato che la moneta aurea, di plasticità positiva e negativa. Questa plasticità riesce sommamente preziosa quale mezzo di adattamento alle improvvise o brevi variazioni nella domanda di medio circolante. La massa cartacea muta facilmente e rapidamente di dimensione. Per la massa metallica i mutamenti sono invece relativamente difficili e lenti, specie i passaggi fra uso monetario e uso industriale, e, ancor più, gli incrementi e decrementi nella produzione mineraria. L'agevolezza con cui si crea e si estingue la moneta bancaria riesce provvidenziale, specialmente in alcune circostanze di dinamica stagionale o ciclica, poichè evita gravi attriti nel movimento degli affari, brusche variazioni nei prezzi del danaro, nel livello dei prezzi delle merci.

La facilità stessa di espansione della moneta bancaria, crea il pericolo di una espansione soverchia. Questa facilità, questo peri-

colo, spiegano come nel nostro mondo moderno, dominato dalla moneta bancaria, questa moneta e la gestione creditizia da cui essa sgorga siano tra i fattori più decisivi del procedimento per cicli nel movimento degli affari.

**La produzione della moneta bancaria
e i cicli nel movimento degli affari.**

Il freno alla produzione di moneta bancaria costituito dal meccanismo della stabilità nei cambi non agisce però ad impedire le espansioni e contrazioni nella produzione di tale moneta, coordinate con le alternative cicliche nel movimento degli affari. Ciò perchè questo movimento oscillatorio nel giro della moneta, nelle operazioni creditizie, nelle produzioni, nei traffici, avvenendo spesso contemporaneamente e in maniera analoga in vari mercati, per esso non risulta posto in azione il freno inibitorio imperniato sui cambi.

Poichè alla costanza nei cambi possono accompagnarsi i movimenti ciclici nell'economia, questa insufficienza del tradizionale principio regolatore del movimento monetario ha fatto sorgere negli ultimi tempi l'affermazione dottrinale di altri principi per la regolazione delle cose monetarie e bancarie; ha provocato proposte di nuove formole volte a prevenire o attenuare lo svolgimento ciclico nella vita economica. Sono le formole miranti a conseguire l'approssimativa costanza nell'attività produttiva o nel potere d'acquisto della moneta rispetto alle merci. È pur sempre, posto sotto un altro aspetto, il problema che, altra volta, già ho avuto l'onore di discutere dinanzi a voi, parlando di politica della congiuntura (1).

(1) RICCARDO BACHI, *La politica della congiuntura: Prevenzione e attenuazione degli effetti delle crisi economiche*. Roma, Libreria Fratelli Bocca, 1929.

* * *

Un'ultima parola su di una funzione essenziale che ancora spetta alla banca nel sistema dell'economia nazionale.

Il fattore umano nella dinamica economica.

Tutti noi, docenti di economia, nelle nostre lezioni e nelle nostre scritture, abbiamo la consuetudine di narrare i semplici fatti compiuti da Tizio, da Cajo, da Sempronio. Questi personaggi sono assai venerabili, poichè i loro casi già infiorano i lontani testi dei giuristi romani. Or son due secoli, un grande economista, Ferdinando Galiani, manifestò un giorno il proposito di scrivere addirittura la *Storia di Tizio*, traendone la frammentaria materia appunto dalle grandi pagine del *Digesto*.

Poichè il Galiani era anche e soprattutto un uomo di spirito, questa storia, nella sua bizzarria, sarebbe certo riuscita deliziosa e si può rimpiangere che non sia stata scritta. Le pagine degli attuali economisti, quando dicono di Tizio, nulla narrano di peregrino, di lepido o di drammatico: il nostro Tizio è un essere privo di fisionomia, privo di qualsiasi consistenza, una specie di essere astrale. E come noi abbassiamo l'uomo singolo al rango di un semplice tizio, così, nei nostri discorsi di economia pura, noi degradiamo anche la generalità degli uomini, togliendo loro ogni consistenza, ogni particolarità di figura, sotto la sbiadita denominazione di « operatori ».

Questo avviene nell'economia pura. Nella vita reale gli uomini non sono così. Hanno dei nervi, un cervello, uno spirito, una fisionomia, sono mossi da sentimenti. Nervi, cervello, spirito, sentimenti sono elementi che differenziano così gli uomini singoli come i nuclei umani: sono elementi che variano attraverso il tempo, così nei singoli come presso le masse. Quando l'economia si studia sotto l'aspetto dinamico, le cause delle variazioni si ricercano spesso genericamente nello spostarsi di circostanze obbiettive, di condizioni ambientali, specie nel variare degli ostacoli alle operazioni economiche: il fatto umano si ritrova quasi soltanto nel variare

numerico della popolazione. Ma nella reale dinamica il fattore umano entra, anche altrimenti, ben decisamente. Le azioni economiche sono azioni umane ed anche nelle cose della produzione, del traffico, del credito, ogni idea, ogni forza, ogni processo, ogni innovazione si impernia in dati uomini. Molti fenomeni potrebbero avvenire e non avvengono — anche nell'ambito dell'economia — perchè in un dato istante, in un dato punto del sistema economico, manca per avventura l'uomo capace di date opere. E, viceversa, molte innovazioni avvengono perchè in un dato istante si svolgono idee e azioni da parte di uomini particolarmente segnalati, particolarmente dotati.

La considerazione di questo elemento umano nella dinamica economica può forse chiarire talune diversità fra successive ondulazioni, fra successivi stadî. Ma non voglio soffermarmi ulteriormente nel richiamo alla dottrina che potrebbe bizzarramente dirsi la « teoria eroica della dinamica economica ».

Il fattore umano attraverso l'azione bancaria.

Solo mi piace notare che i grandi banchieri, al pari dei loro congiunti, i grandi imprenditori e al pari in genere dei più lungimiranti maggiori speculatori, sono strumenti fondamentali di dinamica economica. La storia delle banche italiane — se mai un giorno sarà convenientemente scritta — dovrà essere anche una storia di uomini: di tale libro noi possediamo un solo fascicolo ed è quello che narra la caduta della Società Generale di credito mobiliare: in questo capitolo, il Maestro ha tracciato un fine profilo psicologico dei Balduino, dei Bombrini, dei Frascara, quali attori principali del memorando dramma.

I nervi dei banchieri, dei grandi banchieri, hanno importanza primaria nel segnare le linee di certi movimenti che diciamo accidentali: credo che il dominio che alcuni eminenti uomini della banca hanno saputo serbare su se stessi nei giorni del luglio e dell'agosto 1914, ha molto influito sulle vicende economiche e anche politiche di quelle ore indimenticabili.

I nervi dei grandi banchieri contano molto nei movimenti ciclici: le differenze che la storia economica ravvisa fra le crisi di

un secolo fa e le crisi attuali, in parte non lieve derivano dalla freddezza con cui la gente di banca sa ora fronteggiare gli sconvolgimenti. Le ondulazioni cicliche sono ora più blande, perchè i banchieri sanno un poco resistere così alle ebbrezze dell'ottimismo come agli sconforti del pessimismo.

Il cervello dei grandi banchieri ha rilevanza primaria nel determinare la dinamica che si svolge per movimenti secolari. Ho detto dianzi che accanto ad ogni imprenditore sta un banchiere il quale talvolta è l'imprenditore più vero e maggiore. Anche dietro ad ogni inventore sta un banchiere: qualcuno potrebbe affermare che costui è il vampiro appiattato per succhiare il sangue; egli è invece l'uomo di fede, che ha compreso l'uomo di genio, e gli offre lo strumento indispensabile per determinare le sorti progressive dell'umanità.

* * *

Ho proceduto a una rapida rassegna delle funzioni che il banchiere compie, talune delle quali non sono sempre evidenti. Ho esaminato ciò che il banchiere è: mi piace segnalare ancora quello che il banchiere non deve essere.

Non occorre all'uopo un lungo discorso. Il banchiere non deve essere un semplice percettore di partecipazioni, di pingui profitti, non deve essere un semplice produttore di larghi dividendi. Egli deve sentire che dalla buona distribuzione del credito, dalla produzione di una buona moneta, molto dipende dell'andamento della vita economica generale, della formazione di un copioso, regolare e bene ripartito dividendo nazionale.