

È il mondo che fa girare il denaro. *

Il credito moderno da un punto di vista classico.

Paolo Giussani

1. Il Credito Commerciale

La forma elementare e primigenia di credito è costituita dal credito che i capitalisti industriali e mercantili si concedono reciprocamente per mezzo dell'emissione di effetti che possono o meno fungere da mezzi di circolazione e che vengono sottoscritti al fine di aumentare la velocità di circolazione delle merci e del capitale.¹ Quando gli effetti vengono accettati e circolano come mezzo di circolazione e/o di pagamento questo credito commerciale diviene denaro creditizio commerciale.² La sfera di circolazione di questo tipo di denaro è tuttavia limitata, in genere ai capitalisti appartenenti ad un medesimo settore verticalmente integrato ed ai consumatori, e si allarga solo grazie all'intervento delle banche che mediante l'operazione di sconto le conferiscono un grado di validità superiore ossia un carattere sociale. Gli effetti circolano sino alla data di scadenza quando l'ultimo detentore o la banca che li ha scontati li realizza in denaro presso il traente. Dal punto di vista del capitalista (acquirente di merci) che sottoscrive l'effetto in pagamento delle merci l'esborso di un interesse sul valore nominale delle merci è giustificato dalla maggiore velocità di circolazione che il suo giro d'affari consegue rispetto alla velocità raggiungibile rimanendo sottomessi al pagamento in contanti; dal punto di vista del capitalista (venditore di merci) l'accettazione di un effetto privato contro l'alienazione delle proprie

* Prima versione provvisoria. Milano, Giugno 2005. (paolo.giussani@fastwebnet.it)

¹ Questa è in generale funzione del credito e non quella di fornire all'economia i mezzi di circolazione. O meglio, il credito non può fare a meno di fornire alla circolazione delle merci e del capitale i mezzi di circolazione, ma solo perché ciò è necessario per aumentare la velocità di circolazione, altrimenti l'esistenza del credito e del denaro creditizio sarebbe del tutto irrazionale.

² La faccenda è banale: il capitalista *A* paga il suo fornitore *B* con un effetto; *B* impiegandolo come *mezzo di circolazione* lo gira a *C* e così via sino a, poniamo, *F* che lo usa infine per pagare *A* presso il quale ovviamente si estingue essendo tornato al suo punto di origine.

merci si giustifica con un'accresciuta velocità di circolazione del suo business e la percezione di un interesse con la necessità di mantenere a propria disposizione un fondo liquido; mentre dal punto di vista della banca la remunerazione dell'operazione di sconto mediante un interesse determinato dal saggio corrente di sconto è giustificata esattamente dalla funzione da essa svolta, che, sostituendo agli effetti proprie banconote o propri depositi, trasforma dei titoli di credito in denaro, denaro che tuttavia dal suo punto di vista è naturalmente solo capitale anticipato.

È evidente che la domanda di denaro contro effetti è soltanto domanda di liquidità ossia di mezzi di circolazione ossia di denaro socialmente valido e non domanda di capitale monetario -la confusione delle due differenti domande è di questi tempi tanto generale quanto esiziale. Se le merci venissero cedute contro denaro contante invece di effetti commerciali la grandezza di valore acquisita dal venditore non varierebbe rispetto a quella acquisita incassando effetti, cosa che invece avviene quando un capitalista dal sistema creditizio ottiene denaro addizionale rispetto al valore ricavato dalla normale circolazione delle sue merci e utilizzabile come fonte di ulteriore accrescimento del proprio capitale accumulato cioè di innalzamento del suo tasso di accumulazione oltre i limiti del suo saggio netto del profitto quando cioè ottiene dal sistema creditizio *denaro come capitale*.

Tuttavia nel sistema creditizio contemporaneo la funzione svolta degli effetti emessi dai capitalisti industriali e commerciali come mezzo di circolazione (denaro creditizio *non bancario*) si è di fatto estinta dopo aver costituito un'eccezione sempre più trascurabile nel corso dell'ultimo secolo. La circolazione fra aziende capitalistiche è ora mediata dal continuo rinnovo di stock di fondi bancari esistenti in forma di depositi trasferibili e utilizzabili dai capitalisti non bancari nelle loro transazioni quotidiane, depositi che hanno sostituito le banconote emesse dalle banche attraverso lo sconto di effetti commerciali. Il tasso di interesse corrente sui business loans a breve termine ha preso il posto del tasso di sconto sugli effetti,³ i quali non fungono più da mezzo di circolazione e pagamento *privato* fra capitalisti. All'interno delle varie sfere nazionali il tipo di credito basato sulla creazione di depositi non ha più un fondamento *diretto* nello sconto ossia nel credito commerciale fra

³ In realtà il tasso di interesse sui business loans si è semplicemente *aggiunto* a quello sugli effetti. Nel caso generale gli esigibili (*trade o account receivables*) emessi dalle aziende venditrici sui propri clienti sono gravati di un interesse più elevato di quello sui business loans. Un'azienda che vende contro esigibili sui quali ottiene poi un loan bancario a breve si trova normalmente ad intascare la differenza fra i due saggi di interesse.

capitalisti (cfr. Grafici 1 e 2) anche se lo sconto sopravvive, assai limitatamente, nel commercio internazionale.

Grafico 1
 US - Commercial Banks Open Market Paper Loans (quarterly data).
 1952q1-2004q4

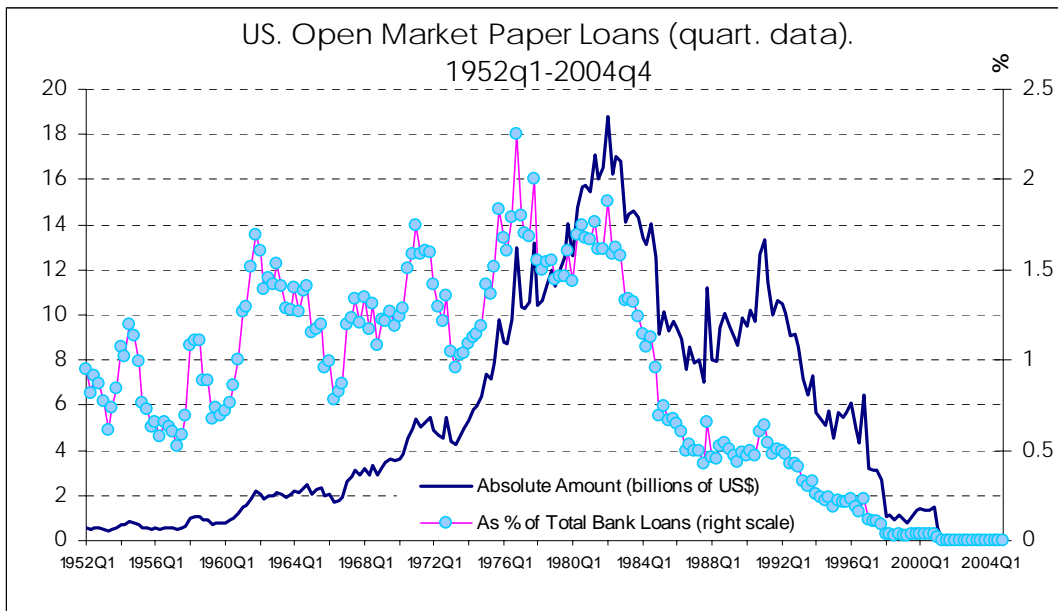
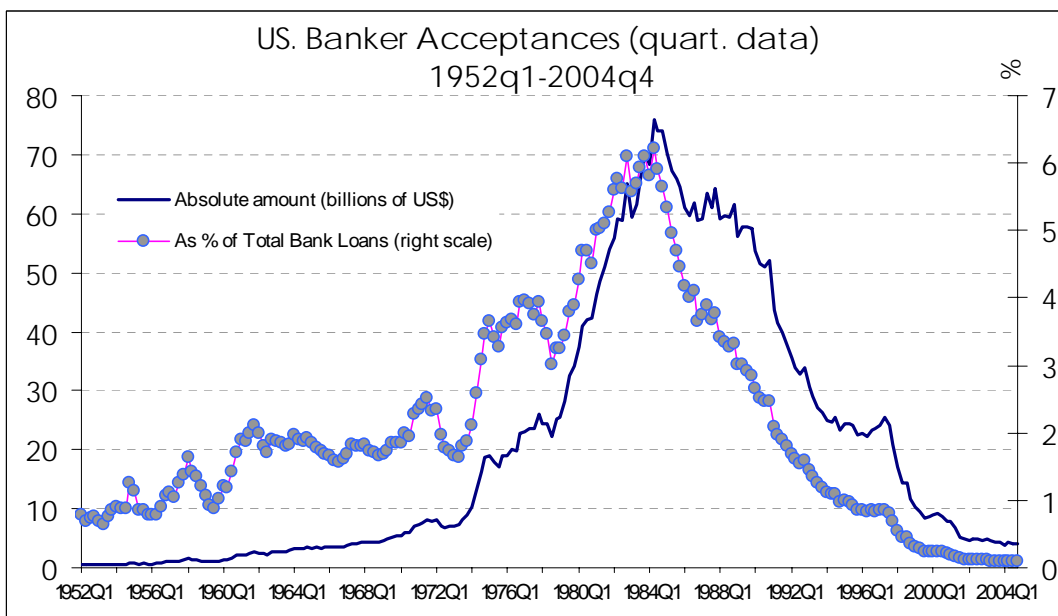


Grafico 2.
 US. Banker Acceptances (quarterly data)
 1952q1-2004q4



Tuttavia, del tutto contrariamente a quello che in giro si tende a credere in base all'apparenza del meccanismo moderno di creazione dei prestiti bancari a breve, nel

sistema vigente la concessione di credito e quindi la creazione di depositi da parte delle banche non ha luogo in relazione al nulla, come una sorta di creazione monetaria arbitraria, bensì al giro d'affari dei capitali industriali e commerciali ovvero come anticipo di fatto degli esigibili commerciali da essi incassati dalla vendita delle merci (vedi Grafico 3).⁴ La stretta correlazione fra l'emissione di esigibili e la concessione di loans commerciali (Grafico 4) indica che la relazione esigibili/loans ha preso il posto del rapporto effetti/banconote di cui lo sconto è costituito.⁵ Il passaggio dall'attività di sconto di effetti contro banconote bancarie all'attività di anticipo degli esigibili commerciali contro loans/depositi a breve termine comporta l'abolizione della funzione monetaria degli effetti, la loro potenziale trasformazione in titoli a breve commerciabili e una corrispondente estensione del denaro creditizio *bancario* ⁶ ossia della funzione di mezzo di circolazione e pagamento svolta dai depositi trasferibili. Il sistema basato sulla creazione di depositi/loans come funzione dei *receivables* deriva dalla procedura di deposito bancario delle banconote: più questa procedura si generalizza e più le banconote diventano semplicemente inutili potendo venire surrogate direttamente fin dall'origine dai depositi medesimi. In questo modo, tutto il denaro esistente come mezzo di circolazione e di pagamento viene tendenzialmente ad esistere nella forma di depositi bancari trasferibili mentre la forma generale di credito moderno, almeno nei confronti delle maggiori corporation, diviene quella di permanenti linee di dimensioni elastiche, che vengono continuamente rinnovate e che danno luogo a regolari riflussi di pagamento di capitale e interesse verso le banche commerciali da parte dei capitalisti non-bancari.⁷

⁴ Molte delle teorie correnti del credito moderno si immaginano che il punto di partenza del circuito del denaro creditizio sia un prestito *di capitale* alle aziende industriali e commerciali da parte delle banche. Ma questo non avviene mai. Il punto di partenza, ammesso che un simile concetto abbia un senso, è costituito dalla conversione degli incassi lordi realizzati dal capitale industriale e commerciale dalla forma di credito commerciale a quella di deposito bancario. Il credito procede finanziando il fatturato non l'investimento. Così si spiega come possano venire realizzati i profitti lordi in denaro (bancario): se il finanziamento bancario coprisse solo il capitale circolante i profitti ne resterebbero sempre fuori. In realtà l'interesse percepito dalla banche non è altro che una parte del denaro che esse stesse hanno anticipato ai capitalisti non bancari sugli incassi effettuati. La banca A riceve dal capitalista *a* l'interesse sui suoi anticipi, che però è solo una parte del credito concesso dalla banca B al capitalista *b* e che costui ha usato per pagare *a*, e così via.

⁵ Mediante un'analisi intersettoriale Berlin (2003) argomenta per le aziende produttive e commerciali l'esistenza di una relazione positiva abbastanza stretta fra il volume di credito bancario a breve ricevuto e l'ammontare di esigibili incassati dalle vendite. (M.Berlin, "Trade credit: why do production firms act as financial intermediaries?", *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, September 2003.

⁶ La trasformazione degli esigibili commerciali in titoli a breve commerciabili, possibilità già insita nella loro trasformazione da denaro non creditizio a semplici titoli di credito commerciale, è ormai in corso da tempo (cfr. Grafico 5).

⁷ I seguenti due grafici 4a. e 4b. espongono l'andamento degli effetti in relazione a quello del credito bancario a breve alle aziende commerciali e industriali. Le stime statistiche si trovano nella sezione I dell'Appendice B.

Grafico 3.
Prestiti Commerciali e Industriali, Esigibili Commerciali (miliardi di US\$).
Dati trimestrali. 1952q1-2004q4

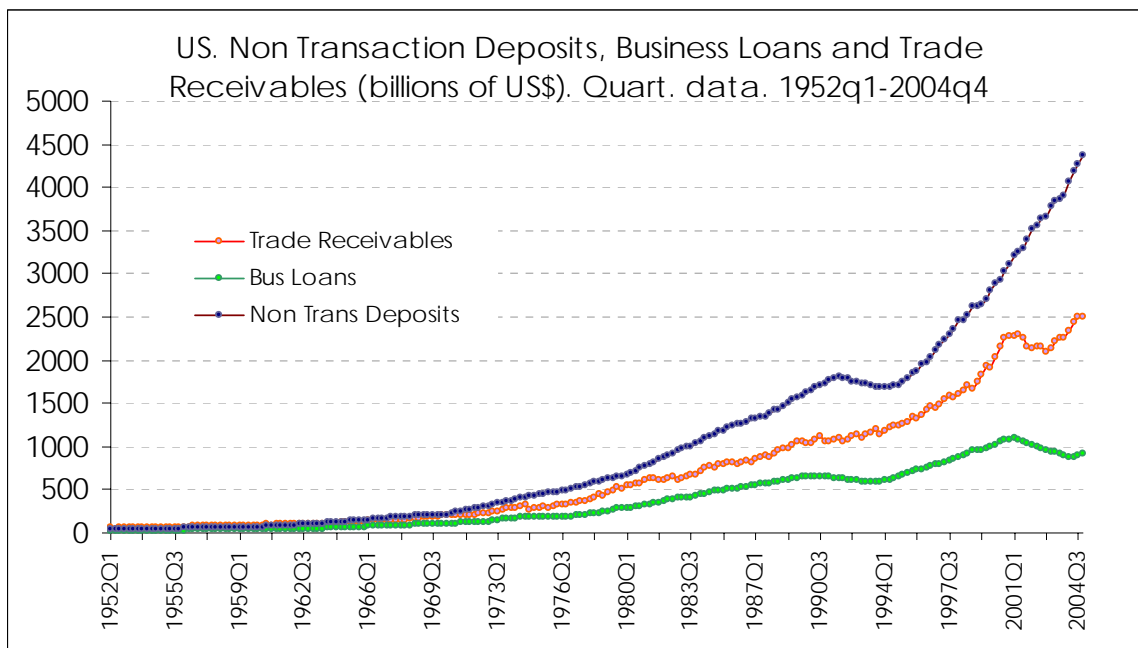
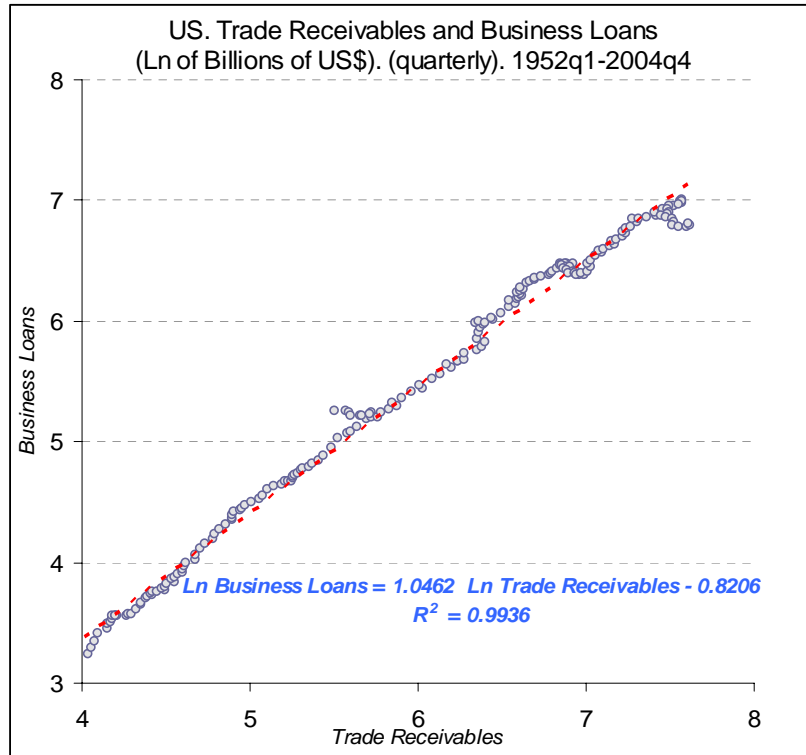


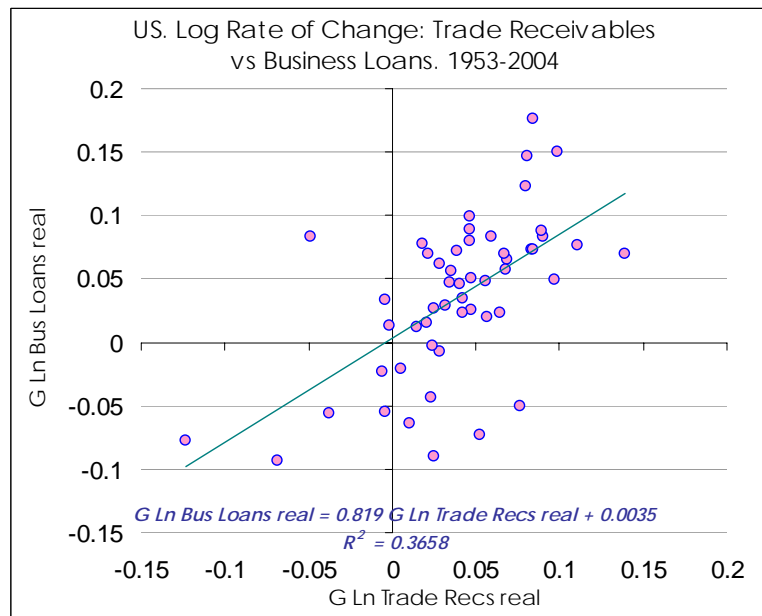
Grafico 4.

Trade Receivables e Business Loans. Dati annuali. 1952-2004

a. Ln Trade Receivables vs Business Loans

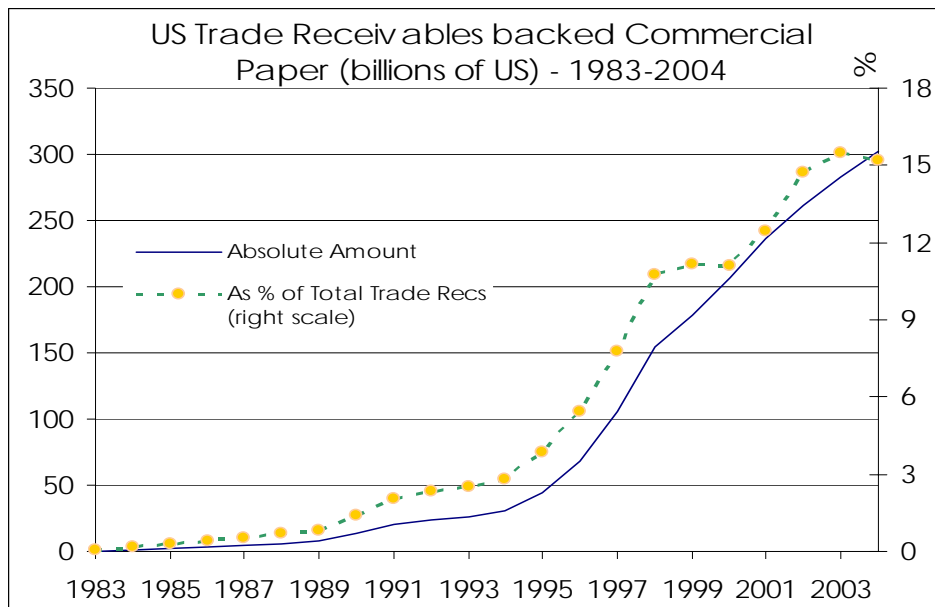


b. Log Rates of Change: Trade Receivables real vs Business Loans real
1953-2004



Con la trasformazione degli esigibili in obbligazioni a breve commerciabili in un mercato secondario, sorta una ventina d'anni orsono (cfr. Grafico 5) a causa del grande incremento di liquidità sopravvenuto nel sistema creditizio, lo sconto di effetti pare riemergere, ma lo fa in forma alterata senza dare luogo alla creazione di nuovi depositi. Ancor prima di questa recente trasformazione gli effetti commerciali scontabili di un tempo erano stati in larga misura sostituiti da obbligazioni a breve commerciabili, il cui mercato non è più un mercato di sconto o risconto ma un normale mercato di titoli di debito che *presuppone* l'esistenza dei depositi bancari senza crearli (cfr. Grafico 6).

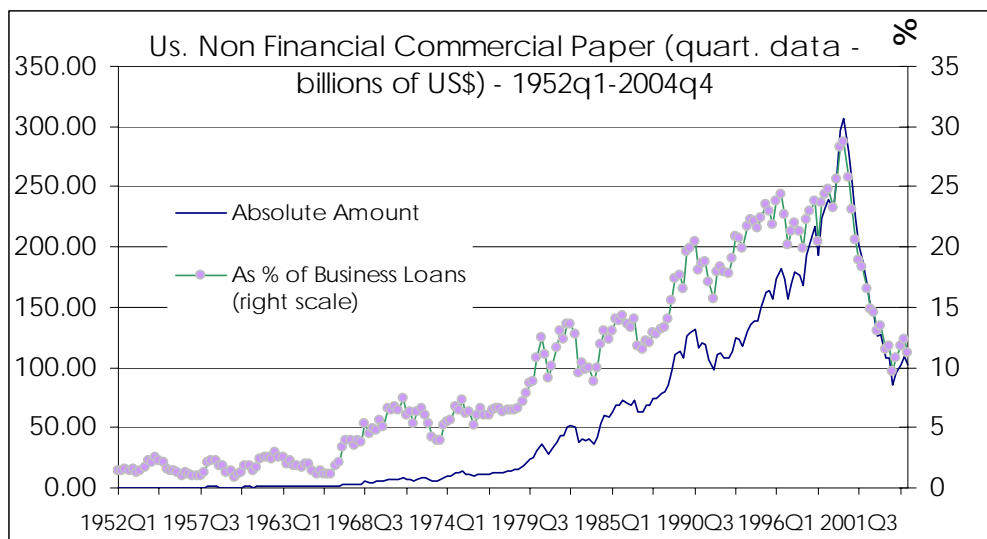
Grafico 5.
 US - Trade Receivables Backed Commercial Paper - (annual data)
 1983-2004



In termini pratici, tutta la faccenda appare come se il sistema bancario venisse a ricevere una quota parte del profitto lordo sociale in quanto remunerazione della funzione da esso esercitata nel provvedere i necessari mezzi di circolazione e di pagamento al sistema di produzione e circolazione, ma non è così. In un sistema siffatto basato sulla generalizzazione della forma monetaria del deposito bancario trasferibile si realizza in pieno l'asserzione di Marx secondo cui "nel capitalismo ciascuno mentre con una mano offre credito con l'altra lo riceve"; ma la genesi del sistema monetario e creditizio moderno dipende, come tutta la sua evoluzione storica, dalla funzione del credito nella circolazione del capitale, che non è affatto quella di fornire i mezzi di circolazione e/o pagamento, cosa

per la quale non vi è bisogno del credito, ma quella di *accelerare* la circolazione medesima, altrimenti la sua sarebbe un'esistenza sarebbe del tutto irrazionale.

Grafico 6.
US. Non Financial Commercial Paper - 3 mesi
(dati trim.) 1952q1-2004q4



Il fatto che si possa immaginare senza difficoltà l'esistenza di singole aziende che funzionano facendo a meno del credito bancario a breve termine ossia che depositino continuamente nel proprio conto bancario gli assegni delle aziende clienti e altrettanto continuamente emettano assegni a favore dei propri fornitori senza avere mai bisogno di anticipi sul proprio giro d'affari, e, al tempo stesso, la circostanza che le banche non possono creare dal nulla denaro creditizio (depositi/loans) ossia senza avere previamente attratto *altri* depositi indica che, al contrario di quanto fanno molti autori moderni, non è possibile concepire l'insieme della circolazione del capitale come se tutto il processo cominciasse con un anticipo di capitale circolante da parte delle banche ai capitalisti produttivi. La possibilità di questo prestito non risiede nel potere creativo dal nulla della banca, che deve essere a sua volta liquida, ma in una circolazione precedente, in buona misura fatta di restituzioni di prestiti, che era a sua volta basata su crediti concessi ancora anteriormente e così via senza poter trovare un atto iniziale del tipo della creazione divina del mondo.

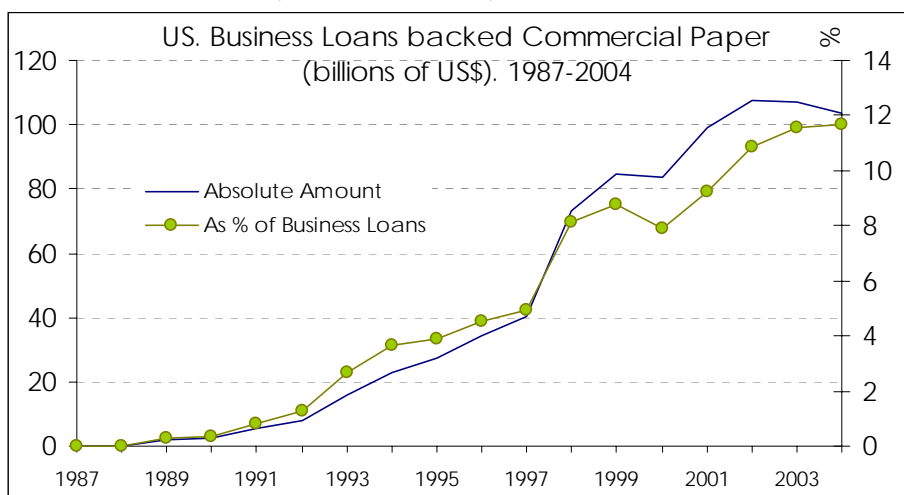
Andando tuttavia all'indietro nel tempo, regredendo cioè nella successione temporale dei circuiti della circolazione, si vede che in realtà il sistema basato sui depositi bancari non è altro che la generalizzazione del sistema basato sull'impiego generale di banconote emesse

nello sconto di effetti commerciali, a fondamento e presupposto del quale sta un deposito di *denaro non creditizio* (originariamente denaro-merce) preso le banche scontatrici, altrimenti il credito sarebbe credito di che cosa? Di se stesso, forse? Derivando dal deposito delle banconote, il sistema monetario basato sul deposito si emancipa dalla necessità di mantenere un legame di dipendenza diretta con lo sconto ossia con la circolazione delle merci allorché viene meno la necessità di garantire la convertibilità del denaro creditizio bancario in denaro-merce. Quando la forma suprema di denaro ossia il mezzo di circolazione e di pagamento in ultima istanza non è più il denaro-merce cioè non proviene più esso stesso direttamente dalla circolazione delle merci si crea la possibilità di emancipare la creazione di denaro creditizio dalla circolazione mercantile per connetterla, in un modo più elastico, al giro d'affari del capitale produttivo e commerciale. Fra gli asset dei bilanci bancari i *loans* (non commerciabili) prendono il posto degli effetti emessi dai capitalisti non bancari come corrispettivo dei depositi creati sul lato delle *liability*, posto che prima era occupato dalle banconote bancarie.

La vera differenza fra il sistema precedente basato sullo scambio effetti-banconote ed il sistema presente basato sullo scambio depositi-loans non sta nelle funzioni dei depositi, in tutto e per tutto simili a quelle delle banconote, ma nel modo in cui essi sono creati che è alquanto diverso da quella che era l'emissione di banconote di un tempo. Siccome i depositi vengono creati senza sconto cioè senza scambio contro effetti o altro sorge l'apparenza che siano creati dal nulla, ma è solo un'apparenza. Il loro punto di riferimento, che è lo stesso delle banconote bancarie di un tempo, va rintracciato nel giro d'affari delle aziende industriali e commerciali segnalato dai flussi di esigibili in entrata che vengono continuamente convertiti in loans/depositi dalle banche commerciali. Dato che in questa operazione il credito a breve che i capitalisti non bancari si concedono a vicenda per mezzo di esigibili *non* viene trasferito alle banche mediante sconto e posto come rubrica dei loro asset, dove compare solo una grandezza immaginaria chiamata *loan* emessa dalla banca medesima e non dal capitalista non bancario che riceve il denaro, l'ammontare dei *loan* concessi (e quindi dei depositi creati) appare come relativamente indipendente rispetto alla circolazione delle merci e quindi al credito commerciale, vale a dire come una creazione *ex-nihilo*. Tuttavia, anche se non rispecchia più direttamente la circolazione mercantile, non è indipendente dal giro d'affari del commercio e dell'industria: il giorno in cui la creazione di denaro bancario sotto forma di depositi dovesse staccarsi completamente da ogni e

qualsivoglia nesso con il giro d'affari delle aziende non bancarie e con il credito commerciale il denaro bancario, questo implicherebbe che da il denaro bancario da denaro creditizio è diventato denaro *non creditizio*, denaro che entra *dall'esterno* nella circolazione, *non* deve ritornare al punto di partenza e che, quindi, è qualcosa che solo l'autorità statale (e non le banche private) può creare. Bisogna domandarsi cosa esattamente sia il *loan* creato dalle banche commerciali e da esse collocato fra i propri asset come corrispondente del deposito creditizio creato fra le liability. Il loan non è altro che un titolo di debito (non monetario) a breve emesso da un agente non bancario e potenzialmente convertibile in un titolo a breve *commerciabile*, processo di conversione che in effetti è attualmente in corso.

Grafico 7.
 US. Business Loans Backed Commercial Paper.
 (Billions of US\$). 1987-2004



Allorché il loan si converte in una obbligazione a breve commerciabile (cfr. Grafico 7) per la quale si forma un mercato secondario, non si ritorna puramente e semplicemente al sistema dello sconto bancario di effetti. I loan non diventano effetti che hanno recuperato la loro funzione di denaro (mezzo di circolazione) di un tempo, ma convertendosi in obbligazioni a breve non fanno altro che contribuire ad estendere lo stock di titoli domandati *come capitale* dalla grande liquidità formatasi negli ultimi venticinque anni che sta alla base del processo detto di *securitization* degli asset non commerciabili.

2. I depositi

Come viene recitato da tutte le trattazioni standard di economia monetaria, il fatto che formalmente i depositi bancari⁸ possano essere moltiplicati all'infinito genera l'impressione che il denaro creditizio sia creabile altrettanto all'infinito da parte delle banche. D'altra parte, è diuturna incessante attività delle banche tanto la ricerca di destinazioni presso cui collocare capitale monetario da prestito quanto di depositi per alimentare le proprie possibilità di offrire credito e quindi allargare il giro d'affari. Sembra perciò che tutta la faccenda si aggiri entro un circolo vizioso. Le banche fornendo loans ai propri clienti commerciali e industriali generano depositi utilizzabili da questi medesimi clienti ma se non riescono ad attrarre depositi non possono creare loans per i capitalisti non-bancari ossia dai clienti.

Alla creazione di depositi multipli molti amano assegnare un significato speciale come se si trattasse di una creazione magica di denaro dal nulla. Non è così, e nella creazione di depositi non vi è nulla che non fosse già insito nello sconto di effetti contro banconote bancarie. Se i depositi/loans sono creati in relazione al credito a breve fra capitalisti non bancari, credito che a sua volta rispecchia l'andamento del loro giro d'affari e i bisogni del loro capitale d'esercizio, essi equivalgono alle banconote bancarie emesse mediante sconto di effetti. Se sono creati in relazione al nulla essi equivalgono alla banconote emesse contro effetti fasulli, fenomeno che è praticamente ineliminabile ma su cui ovviamente non si fonda il credito. Coloro che si sorprendono annettendo qualche virtù speciale alla produzione di depositi/loans dimenticano che il mezzo di circolazione creditizio non è in realtà creazione bancaria ma dei capitalisti commerciali. La banca si limita a fornire ad esso una validità più ampia garantendo la sua scambiabilità contro la forma generale di denaro. Molti si fanno alquanto impressionare dalle frasi tipo "Banks Create Money" di cui i manuali di *Money & Banking* abbondano; ma a ben vedere non vi è nulla di differente fra la circolazione di depositi bancari e la circolazione delle banconote bancarie.

Supponiamo che la banca *A* anticipi \$1000 al capitalista *X*, il quale spende la somma per affrontare parte dei suoi normali costi operativi. Il fornitore *Y* di *X* che da esso riceve i \$1000 li deposita nel suo conto presso la banca *B*, la quale a sua volta li anticipa al

⁸ Si intendono i depositi immediatamente *trasferibili* (mediante assegno e/o bonifico) giacché gli altri tipi di deposito bancario non fungono direttamente da mezzo di circolazione e di pagamento.

capitalista Z, e così via. Dopo questo giro di transazioni abbiamo un loan di \$1000 presso la banca A, e due depositi di \$1000 ciascuno ed un loan di \$1000 presso la banca B. I due depositi sono egualmente spendibili ossia trasferibili ad altri ed egualmente convertibili in *cash* ossia in banconote emesse dalla Banca Centrale, tuttavia i \$1000 depositati nel conto di Y sono soldi che non devono ritornare a nessun punto di partenza, mentre i \$1000 depositati presso B da Z sono soldi per i quali Z deve trovare un controvalore ossia che devono *ritornare* al punto di partenza per essere distrutti in quanto deposito al fine di estinguere il debito ossia il loan concesso da B, cosa che del resto deve fare anche il capitalista X nei confronti della sua banca A. Supponiamo ora che col denaro ottenuto dalla banca B il capitalista Z acquisti merci da X che può così annullare il suo debito verso A. Z deve tuttavia ancora trovare qualcuno cui vendere le sue merci per annullare il suo proprio debito; se costui è il capitalista Y, tutto va a posto: il deposito di Y presso la banca B si trasferisce nel conto di Z dove annulla il debito contratto riconducendo il sistema alla situazione di partenza.

Hanno avuto luogo tre vendite di merci: una da Y ad X, un'altra da X a Z ed una terza da Z a Y, per un giro d'affari complessivo di $3 \times \$1000$, posto in movimento dal deposito/loan iniziale di \$1000 concesso dalla banca A al capitalista X. Il deposito/loan di \$1000 è passato da A ad X, da X a Y, da Y depositato in B, da B prestato a Z, da Z trasferito a X, e da X ritornato alla banca A. Va notato che il secondo loan di \$1000 non ha creato semplicemente dal nulla un deposito corrispondente -come fatto dalla banca A all'inizio del processo verso X- ma si è a sua volta basato di un deposito preesistente effettuato da parte del capitalista Y nella banca B la quale ha poi effettuato il prestito di \$1000 a Z. Se Y avesse esso stesso prestato la somma direttamente a Z non sarebbe cambiato assolutamente nulla nella circolazione monetaria ai fini del suo utilizzo da parte dei capitalisti.

Se, invece dell'intermediazione delle due banche, i tre capitalisti avessero usato il denaro creditizio da essi stessi emesso sotto forma di effetti la circolazione sarebbe egualmente proceduta senza alcun intoppo. Z avrebbe potuto acquistare il valore di \$1000 presso X sottoscrivendogli un effetto. A sua volta X avrebbe potuto girare l'effetto ad Y in pagamento di un secondo valore di merci per \$1000; infine Y avrebbe semplicemente presentato a Z il suo effetto iniziale ritirando da esso un terzo valore di merci pari a \$1000.

I nemici del sistema creditizio moderno basato sulle riserve frazionarie tuonano continuamente contro l'arbitrarietà che sarebbe costituita dalla creazione *ex-nihilo* di

depositi-loans da parte delle banche, a loro vedere fonte di instabilità monetaria, inflazione e redistribuzione surrettizia del reddito nazionale. Tuttavia non si accorgono che *senza le banche* la possibilità complessiva di emissione monetaria, da parte dei capitalisti industriali e commerciali, sarebbe ancora maggiore giacché l'emissione di effetti circolanti come denaro non sarebbe minimamente limitata dalla detenzione di alcuna riserva. Ed ancor meno realizzano che non sono le banche a "creare denaro" bensì gli agenti non bancari nel momento in cui accettano i depositi in pagamento delle proprie merci e a loro volta li utilizzano per pagare i propri fornitori.

Dove sta quindi il bisogno di avere una cosa come le banche? Non certo in una facoltà arcana che esse, e non altri, avrebbero di creare mezzi di circolazione: alla fin fine, il passaggio dal sistema dello sconto a quello dei loans/depositi non consiste di altro se non nella semplice cessione del potere di emettere denaro creditizio/mezzo di circolazione dai capitalisti non bancari a quelli bancari. Fino a che si rimane in una sfera di circolazione relativamente ristretta di banche non vi bisogno alcuno dato che il denaro creditizio che funge da mezzo di circolazione è una creazione degli stessi capitalisti industriali e/o commerciali che intrattengono reciproci rapporti mercantili. La circolazione mercantile mediata da effetti commerciali funziona nell'ambito di rapporti mercantili entro settori verticalmente integrati e/o ambiti locali di circolazione. Quando si allarga fuoriuscendo dai limiti della sfera settoriale e locale occorre che questo denaro creditizio acquisisca una portata vieppiù generale e sociale, che si può conseguire solo attraverso lo scambio contro denaro creditizio *bancario*, non perché le banche siano in possesso di poteri magici ma perché ciascuna di esse sconta gli effetti e/o riceve i depositi di *molte* capitalisti appartenenti a settori differenti ponendo così in connessione molteplici segmenti privati del lavoro sociale. Allo stesso modo, il denaro creditizio emesso dalla banca centrale possiede un potere sociale più elevato giacché essa risconta gli effetti di *tutte* le banche (e quindi, indirettamente, di tutti i capitalisti produttivi e commerciali appartenenti a *tutti* settori mercantili) ponendo in questo modo in connessione *tutti i segmenti* del lavoro sociale e centralizzando *tutto* il denaro liquido sociale.

Ora ricapitoliamo. Nel precedente esempio quante compravendite di merci abbiamo avuto? Tre, per un giro d'affari complessivo di $3 \times \$1000 = \3000 . E quanti depositi sono stati effettuati? Tre da \$1000 ciascuno, il primo in *A* e il secondo in *B* da parte di *Y*, ed il terzo come loan da *B* a *Z*. E quanti loan sono stati concessi? Due da \$1000 ciascuno: il

primo dalla banca *A* a favore di *X*, il secondo da parte di *B* verso di *Z*. Il processo non è comunque affatto terminato qui perché la banca *B* ha ora uno scoperto di \$1000 nei confronti del proprio depositante *Y*. Se costui decidesse di impiegare il proprio deposito per le necessità del proprio business, il processo circolatorio semplicemente continuerebbe, i \$1000 verrebbero spesi e quindi ridepositati presso la medesima o un'altra banca, e così via. Ma i \$1000 depositati da *Y* in *B* non essendo denaro creditizio, possono essere tanto usati quanto lasciati a riposo. Se venissero ritirati in forma liquida la banca dovrebbe fare trovare pronti i fondi per *Y*, ma come e dove procurarseli? *B* dovrebbe farsi prestare \$1000 da qualcuno che ovviamente deve possedere *denaro non creditizio*. Anzi, in realtà dovrebbe essa stessa avere una riserva di tale denaro per poter esistere come banca. Il denaro non creditizio, e non solo come esistenza in generale ma come esistenza *all'interno del sistema bancario*, è un presupposto del funzionamento del sistema bancario stesso ovvero della possibilità di creazione di *denaro creditizio bancario*.⁹

Malgrado siano rubricati allo stesso modo, i depositi creati dalle banche come contropartita dei loans concessi ai loro clienti sono essenzialmente differenti dai depositi che i clienti effettuano nei propri conti bancari ponendovi i fondi ricevuti in pagamento della vendita delle proprie merci. I depositi/loans sono denaro creditizio appena emesso che deve ritornare al punto di partenza per essere annullato, i depositi puri e semplici che derivano dal rideposito di depositi/loans sono denaro creditizio *convalidato* dai depositanti e che come tale non necessariamente deve prender parte al movimento della circolazione del capitale, lo fa se il deposito viene trasformato da trasferibile in non trasferibile.

É assolutamente indispensabile distinguere fra i depositi immediatamente trasferibili e quelli non immediatamente trasferibili. Solo i primi funzionano da mezzo di circolazione, i secondi non sono denaro ma solo dei certificati che indicano prestiti effettuati dai

⁹ In realtà tutte le trattazioni standard del processo di creazione di depositi bancari multipli cominciano con il versamento da parte di un cliente presso una certa banca commerciale di un assegno della Banca Centrale, atto che rifornisce la banca in questione di una certa quantità di denaro ad alto potenziale (riserve) con cui essa può avviare i loans per i propri clienti. In questa visione, prima di questo deposito abbiamo banche commerciali prive di alcunché da una parte e la Banca Centrale in grado di creare a volontà moneta di riserva dall'altra. Come sia possibile una cosa del genere è un vero mistero. L'esistenza e il funzionamento della Banca Centrale *presuppongono* l'esistenza e il funzionamento delle banche dato che il denaro ad alto potenziale viene creato dalla Banca Centrale attraverso lo scambio contro effetti privati o titoli di stato prima detenuti dalle banche. Nelle trattazioni dei *textbooks* sembra invece che la Banca Centrale sia lì per autocrearsi dal nulla mezzi di circolazione socialmente validi con cui poi acquistare merci.

depositanti a favore delle banche.¹⁰ Quello che va rimarcato con molta decisione è appunto la circostanza che non è la banca centrale il maggior agente prestatore di denaro alle banche ma sono i depositanti non-bancari. I depositi trasferibili non testimoniano altro che la titolarità del diritto a ritirare un certo ammontare di banconote non convertibili (denaro ad alto potenziale in forma di *cash*) emesso dalla banca centrale. Il depositante mantenendo invece le proprie banconote della banca centrale (il denaro *cash*) sotto forma di deposito non trasferibile rinuncia alla convertibilità che viene temporaneamente trasferita alla sua banca, e il deposito perde la sua caratteristica di denaro. Nell'essenza, i depositi non trasferibili sono prestiti effettuati dagli agenti non bancari alle banche, perfettamente equivalenti al prestito di denaro contante; mentre i depositi trasferibili sono denaro-mezzo di circolazione e pagamento che giace temporaneamente ozioso all'interno del sistema creditizio. Ogniqualevolta all'interno di una banca il volume di depositi si accresce -fermo restando il resto- sorgono la possibilità e la necessità di aumentare il volume di loans, non si spiegherebbe altrimenti il motivo dell'incessante ricerca di depositi (non trasferibili) cioè di prestiti da parte delle banche, attività che a partire dagli anni '60 ha addirittura ricevuto da parte della teoria della gestione bancaria l'etichettatura di *liability management*. Riassumendo, l'andamento dei rapporti fra insieme dei depositanti e sistema bancario si riflette nell'andamento del rapporto fra depositi trasferibili e depositi non trasferibili. L'accrescimento di questo rapporto indica un tendenziale disimpegno del sistema bancario cioè una domanda relativamente calante di denaro da parte di esso a sua volta dovuta ad una domanda relativamente calante di denaro da parte dei capitalisti non bancari e dei lavoratori, e il calo del rapporto indica il movimento opposto dovuto alla causa opposta. Se, ipoteticamente, tutti i depositanti mantenessero il proprio denaro nella forma di banconote della banca centrale, l'insieme dei depositi detenuti dal sistema bancario verrebbe annullato, non esisterebbe alcun denaro creditizio e le banche non sarebbero in grado di svolgere alcuna funzione per mancanza di materia prima, rendendo così vano il lavoro della banca centrale che si troverebbe a girare a vuoto.

Dal punto di vista della circolazione nel suo complesso *tutti* i depositi trasferibili che originano dall'emissione bancaria contro *loans* sono naturalmente denaro creditizio emesso dalle banche mentre i depositi (a vista) di *cash* sono denaro creditizio emesso dai

¹⁰ I depositi a vista (trasferibili) non sono un prestito concesso alla banca da parte dei depositanti ma un semplice deposito di denaro, ossia il semplice diritto a ritirare un dato ammontare di denaro *non creditizio* socialmente valido.

depositanti; ma dal punto di vista di una singola banca i depositi trasferibili provenienti dalle altre banche sono denaro non creditizio mentre i depositi/loans da essa emessi che si spostano presso le altre banche sono denaro creditizio che deve ancora compiere il movimento di ritorno; e un medesimo deposito spostandosi da una banca all'altra da creditizio diviene non creditizio, allorché nella banca iniziale cioè in quella dove il deposito/loan si è originato sparisce il deposito ma il loan resta, fino a quando un altro deposito, proveniente da altra fonte ossia da altra banca, non giunga a cancellarlo cioè a chiudere il ciclo.

Creare un deposito come contropartita di un loan significa perdere riserve (denaro ad alto potenziale): il deposito è puramente momentaneo dato che non può non essere usato dal cliente per i suoi scopi d'affari. Attrarre depositi da altre provenienze (da altre banche) significa acquisire riserve, visto che il trasferimento di depositi dal punto di vista della banca ricevente implica lo spostamento delle corrispondenti riserve sul proprio conto presso la banca centrale. Il principio, assai di moda nel mondo moderno, secondo cui "*loans make deposits*" significa poco se non è accompagnato dal suo opposto, "*deposits make loans*", anzi preso in sé non significa nulla. I loans e i depositi sono creati *simultaneamente* dalla banca, e non i secondi mediante i primi oppure i primi dai secondi, ed ambedue per mezzo di qualcos'altro. Il mezzo naturale e diretto per una banca di venire in possesso di denaro prestabile non è minimamente quello di acquistare o prendere in prestito denaro ad alto potenziale dalla banca centrale bensì quello di attrarre depositi già esistenti poiché attraendo depositi presso di sé le banche automaticamente vengono in possesso delle riserve connesse ai depositi. E non è assolutamente vero che a livello del sistema bancario nel suo insieme lo spostamento di depositi da una banca all'altra non può accrescere il volume totale dei depositi: lo spostamento in quanto tale no, ma lo spostamento da un tipo di deposito ad un altro ovviamente si. Il paradosso qui sta nel fatto che la situazione che astrattamente è la più favorevole per le banche (assenza di depositi trasferibili o a vista) perché non mette a repentaglio le loro riserve è in realtà la più gravosa perché implica un massimo di impegno da parte di esse; mentre la meno favorevole (assenza di depositi non trasferibili o a tempo) è la meno gravosa dato che implica il minimo di impegno. La prima situazione estrema indica che a loro volta le banche sono esposte al massimo come prestatori, e la situazione opposta indica una minima esposizione. In sintesi, si può dire

che la creazione di nuovi depositi contro loans dipende essenzialmente dall'impiego dei depositi creati in precedenza e che già hanno circolato e stanno circolando.

Gli altri metodi per l'ottenimento di riserve hanno un carattere di emergenza. Tanto cedere alla banca centrale titoli di stato contro riserve quanto prendere da essa in prestito riserve sono due procedure che tendono a diminuire il reddito della banca rispetto al reddito ottenibile mediante il mero impiego dei depositi che affluiscono naturalmente alla banca, e che hanno limiti di applicazione molto stretti. Per cedere titoli di stato contro riserve bisogna ovviamente aver prima acquisito titoli di stato cedendo riserve; nel lungo periodo le acquisizioni e le cessioni di titoli di stato da parte delle banche tendono ovviamente a compensarsi, il che esclude che possa racchiudersi nella formazione di denaro ad alto potenziale mediante la cessioni di titoli di stato il segreto della capacità di creare credito da parte delle banche.

Come non si può aprire un business bancario creando *sic et simpliciter* dal niente dei depositi contro loans, allo stesso modo non si può sostenere un business bancario senza attrarre depositi ma limitandosi a prendere in prestito riserve dalla banca centrale. Il business bancario richiede un capitale iniziale che deve pur esistere e le riserve prese a prestito vanno restituite e questo lo si può fare solo attraendo depositi. L'idea che l'attività delle banche commerciali si fondi sul continuo trasferimento di riserve da parte della banca centrale implica che la restituzione a sua volta dipenda dal prestito di riserve che la banca centrale concede ad una parte del sistema bancario in modo che questa possa trasferire depositi alla parte restante e, mediante ciò, quest'ultima a sua volta rendere le riserve alla banca centrale per riprendere il movimento a parti invertite. Se il meccanismo fosse questo si dovrebbe osservare un incremento continuo delle riserve emesse dalla banca centrale in perfetto parallelo coi depositi/loans creati dalle banche commerciali, ma questo è ben lungi dall'essere osservabile.

Perché i manuali di teoria monetaria standard ripetono che il sistema creditizio ha bisogno che esistano *più banche* ossia che l'ipotetica esistenza di una banca sola (monopolista) rende impossibile l'azione della creazione dei depositi/loans? Non è la molteplicità di banche che abbia di per sé importanza bensì il fatto che i depositi/loans diventano denaro solo quando compiono il primo atto di circolazione dopo essere stati creati da una certa banca a favore di un cliente ossia quando vengono *ridepositati* da chi li ha incassati in pagamento di merci, e questo atto di rideposito normalmente avviene presso una banca differente da

quella che ha creato il deposito/loan iniziale. Tuttavia, se al posto di più banche ci fosse soltanto un'unica banca di deposito le cose non cambierebbero di molto; semplicemente, la banca si vedrebbe ritornare indietro il deposito creato da parte di un altro depositante che lo ha incassato come controparte della cessione di merci. Il conto del primo cliente (debitore della banca) si annullerebbe a favore del conto del secondo (creditore della banca); allorché un altro depositante creditore acquistasse merci presso il primo cliente il movimento si invertirebbe, e così via, ma non si manifesterebbe mai la stretta necessità di avere molteplici banche affinché il meccanismo potesse funzionare.

3. Denaro non creditizio

Un tempo la Banca Centrale (BC) era una istituzione di risconto. Essendo o essendo diventata l'unica a svolgere tale funzione si trovò in modo del tutto naturale a fungere da deposito sociale del denaro-merce, sostituito nella circolazione dalle banconote da essa emesse, e da banca del governo. Ora tuttavia ha in parte alterato le proprie funzioni dal momento che il denaro-merce non gioca più un ruolo nella circolazione entro la quale le banconote della BC sono divenute del tutto inconvertibili e fini a se stesse.

La pratica ormai generale delle BC è quella della creazione di riserve, ossia di depositi detenuti dalle banche e convertibili in denaro contante cioè in banconote della BC, contro l'acquisto di titoli di stato e non come emissione di depositi/loans. In parole povere, fino a che vigeva il sistema dello sconto di effetti la BC, (ri)scontando mezzi di circolazione commerciali, si comportava verso le banche commerciali all'incirca allo stesso modo in cui queste si comportavano verso i propri clienti commerciali e industriali. Da quando il sistema dello sconto è stato rimpiazzato dal sistema di depositi/loans, sostituzione che è proceduta in parallelo all'eliminazione del denaro-merce (oro) dalla circolazione, le riserve della BC convertibili in banconote inconvertibili della BC hanno preso il posto del denaro-merce come mezzo di circolazione in ultima istanza (non creditizio) e vengono acquisite dal sistema bancario contro trasferimento permanente o temporaneo di obbligazioni governative dai portafogli delle banche commerciali a quello della BC. Bisogna notare che l'emissione di riserve come atto di risconto di titoli e/o effetti del business privato è cosa differente dall'emettere riserve contro acquisizione di obbligazioni del governo. Nel primo caso, la BC trovandosi in portafoglio titoli ed effetti privati dovrà obbligatoriamente

realizzarli presso i traenti ed obbligatoriamente in contante; nel secondo, potrà continuare indefinitamente a detenere i titoli pubblici rinnovandoli alla scadenza. Nel primo sistema, anche se le sue banconote non fossero già più convertibili in denaro-merce, la BC agirebbe in quanto banca di risconto come se ancora si fosse in un regime di convertibilità; nel secondo e più recente sistema, la formazione di riserve sarebbe dopotutto una faccenda fra BC e governo: il governo emette titoli di debito acquistati dalla banche come prestito di capitale contro riserve e ceduti alla BC nei casi di scarsità di denaro di riserva presso il sistema bancario, e dalla BC realizzati alla scadenza addebitando il conto del tesoro oppure rinnovati senza un limite definito. La funzione dei titoli pubblici, che sono gli unici a potere venire indefinitamente rinnovati alla scadenza da parte della BC, è precisamente quella di fungere da base potenziale dei movimenti di denaro di riserva in un regime monetario in cui il denaro inconvertibile emesso dalla BC abbia definitivamente preso il posto del denaro-merce.

La BC è l'unica banca che presta ma non prende a prestito, e come tale non è più una banca. Lo era fintantoché la sua funzione era limitata al risconto finale fondato sul deposito di denaro-merce, funzione che metteva capo a banconote o depositi convertibili in quanto denaro creditizio. Venuta meno l'inconvertibilità, il denaro emesso dalla BC ha cessato di essere creditizio divenendo denaro non-creditizio emesso tuttavia come se fosse denaro creditizio. La caratteristica precipua del denaro ad alto potenziale emesso dalla BC è che si tratta di un Giano bifronte creditizio e non creditizio, distinzione che corrisponde esattamente a quella usata dagli analisti monetari fra riserve aggiunte *temporaneamente* (prestiti di riserve alle banche) e riserve aggiunte *permanentemente* (emissione di riserve a favore delle banche contro titoli di stato) dalla BC. Una volta create permanentemente le banconote della BC non costituiscono alcuna passività per nessuno e non sono soggette alla legge del ritorno esattamente come il denaro statale a corso forzoso. Lungi dall'essere una vera e propria banca, la BC moderna è in realtà un ramo speciale dell'amministrazione pubblica ossia del potere esecutivo che opera mimando le funzioni di quella che una volta era la banca generale di emissione. In questo modo si ottiene un'elasticità assai maggiore nella formazione di riserve e, in teoria, del credito in generale, che, essendo il risultato della sostituzione di denaro creditizio con denaro non creditizio, viene tuttavia compensata dall'instaurarsi di un regime monetario di inflazione permanente.

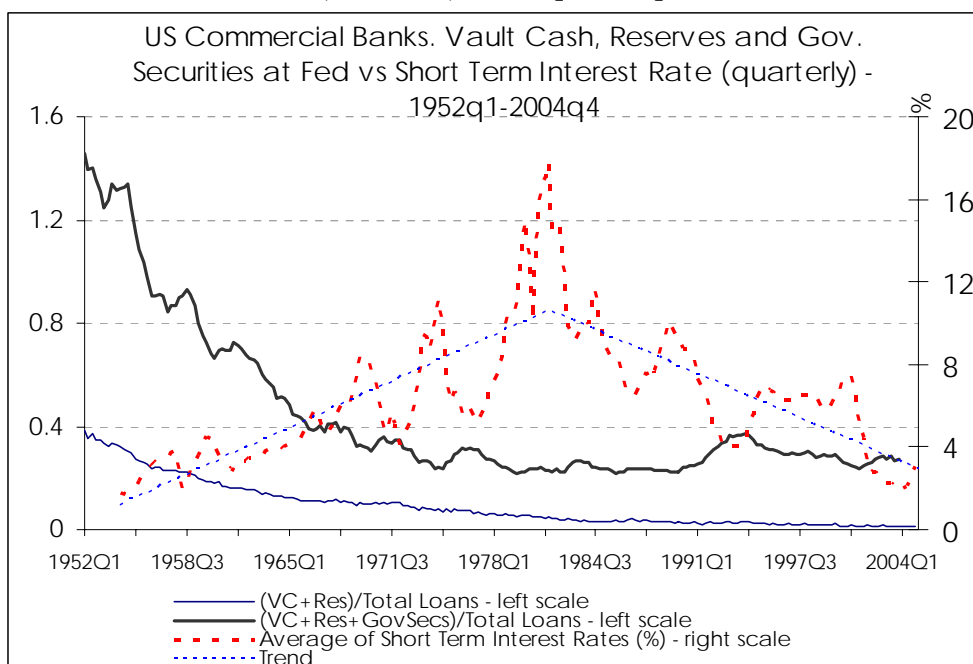
La flessibilità nella formazione di riserve da parte del credito moderno è tuttavia alquanto sovrastimata dall'ideologia economica corrente che ne ha fatto un feticcio, stando al quale dal denaro di riserva ci si aspetterebbe che crescesse in continuazione in un qualche rapporto con l'aumento dei depositi/loans, mentre in termini reali sono fundamentalmente costanti e decrescono regolarmente in rapporto ai depositi, ai loans e al Pil. L'idea che le banche siano in grado di concedere credito ai propri clienti non bancari in misura praticamente illimitata e senza ostacoli creando depositi/loans a volontà che vengono poi convalidati dalla corrispondente e susseguente creazione di riserve da parte della BC è una fola senza senso. La creazione di riserve mediante un credito diretto concesso dalla BC ad una banca è una circostanza assai eccezionale e quantitativamente irrilevante, e la creazione mediante cessioni di titoli ha dei limiti sia perché priva le banche di un reddito sia, principalmente, perché dipende dalla loro capacità di poter previamente acquisire tali titoli cedibili, capacità che a sua volta non si può certo di nuovo spiegare con un ragionamento circolare per mezzo dell'acquisizione di riserve presso la BC. Il movimento fondamentale che le riserve svolgono sta nei passaggi da una banca all'altra e non in quelli fra la BC e il sistema bancario. Se così fosse il denaro di riserva ossia il denaro interbancario sarebbe del tutto superfluo e con questo le banconote inconvertibili della BC, e qualsiasi banca anzi qualsiasi agente economico potrebbe crearsi il proprio denaro *socialmente valido*, il che a ben vedere è precisamente il presupposto logico, piuttosto assurdo, che si trova alla base dell'idea che tutto il denaro sia denaro *creditizio*.

Un'altra fra le idee più ingiustificate che circolano ai nostri tempi, connessa direttamente all'assioma precedente, è l'assunto che il sistema bancario nel suo insieme possa accrescere le sue possibilità di concedere credito *esclusivamente* attraverso l'acquisizione di riserve dalla BC. Intanto va subito notato che il denaro non creditizio per eccellenza è costituito dalle banconote della BC, il cosiddetto *cash*, e questo si trova nelle mani degli agenti non bancari che lo prestano o depositano presso le banche invece di detenerlo. Se i depositi, che sono tutti depositi di *cash*, si convertissero integralmente in depositi non trasferibili,¹¹ non esisterebbero più mezzi di circolazione utilizzabili nelle transazioni dal momento che i

¹¹ La conversione di tutti i depositi in depositi non trasferibili indicherebbe naturalmente una enorme di domanda di capitale monetario da parte del sistema bancario, a sua volta spiegabile soltanto con la necessità di soddisfare un'altrettanto grande richiesta da parte degli agenti non bancari. Il rapporto fra depositi non trasferibili e depositi trasferibili è un indice della domanda di capitale monetario da parte delle banche, mentre il rapporto fra business loans e depositi non trasferibili è un indice della domanda di denaro da parte dei capitalisti industriali e commerciali.

depositi non trasferibili non sono convertibili in *cash* e quindi non fungono da mezzo di circolazione, il cash non potrebbe venire ritirato ed usato negli scambi trovandosi bloccato nella forma di prestito alle banche, nessun nuovo cash riaffluirebbe al sistema bancario e il credito cesserebbe di potersi ulteriormente estendere, del tutto indipendentemente dalla creazione di riserve da parte della BC. O meglio, il credito potrebbe essere ulteriormente esteso ma gravando l'insieme delle banche di un impegno verso la BC che *si aggiungerebbe* a quello verso gli agenti non bancari senza quindi poter abbassare il saggio di interesse sui prestiti a breve che si troverebbe al suo apice. Malgrado le diffuse credenze al riguardo, proprio perché si tratta di riserve creabili nel sistema creditizio moderno il denaro di riserva non è in grado di giocare un ruolo diretto quanto alla determinazione del saggio di interesse sui prestiti bancari a breve termine.

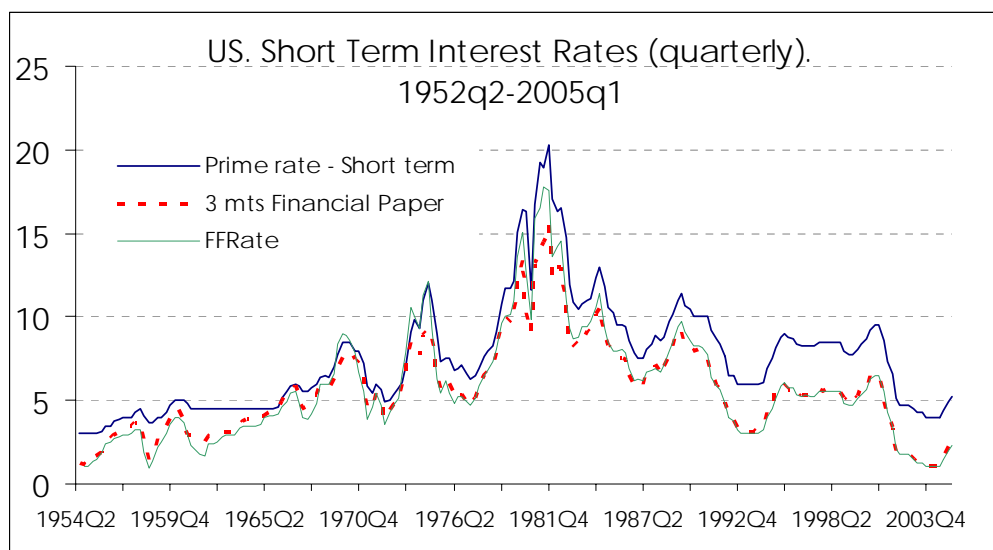
Grafico 8.
 Riserve, Cash e Obbligazioni governative in mano alle
 Banche Commerciali USA in proporzione dei Prestiti Totali.
 (dati trim.) - 1952q1-2004q1



Come si osserva dal Grafico 8, le riserve in rapporto ai prestiti concessi sono diminuite costantemente nel corso del dopoguerra, e si trovano attualmente ad un livello che è pari a circa un ventesimo di quello di cinquant'anni orsono. Mentre le riserve allargate, che comprendono anche i titoli di stato che fanno parte degli asset delle banche commerciali come obbligazioni trasformabili in riserve effettive mediante cessione alla Fed, sono calate

in rapporto ai loans totali a circa 1/7 del livello iniziale sino ai primi anni '80 per poi restare grosso modo costanti. Se il peso delle riserve in rapporto ai loans o ai depositi regolasse in qualche misura il saggio di interesse avremmo dovuto assistere ad un *aumento ininterrotto* del saggio di interesse lungo tutto il dopoguerra, invece se ne è osservato un tendenziale accrescimento solo fino al principio degli anni '80 (il picco del 17.78% della serie del grafico 8 è stato toccato nel terzo trimestre del 1981) seguito da un calo simmetrico fino a raggiungere gli attuali minimi storici (cfr. Grafici 8 e 9)¹²

Grafico 9.
US. Saggi di interesse a breve termine: Prime Rate, Financial Paper (3 months),
Federal Funds Rate. (Dati trimestrali).
1952q2-2004q4

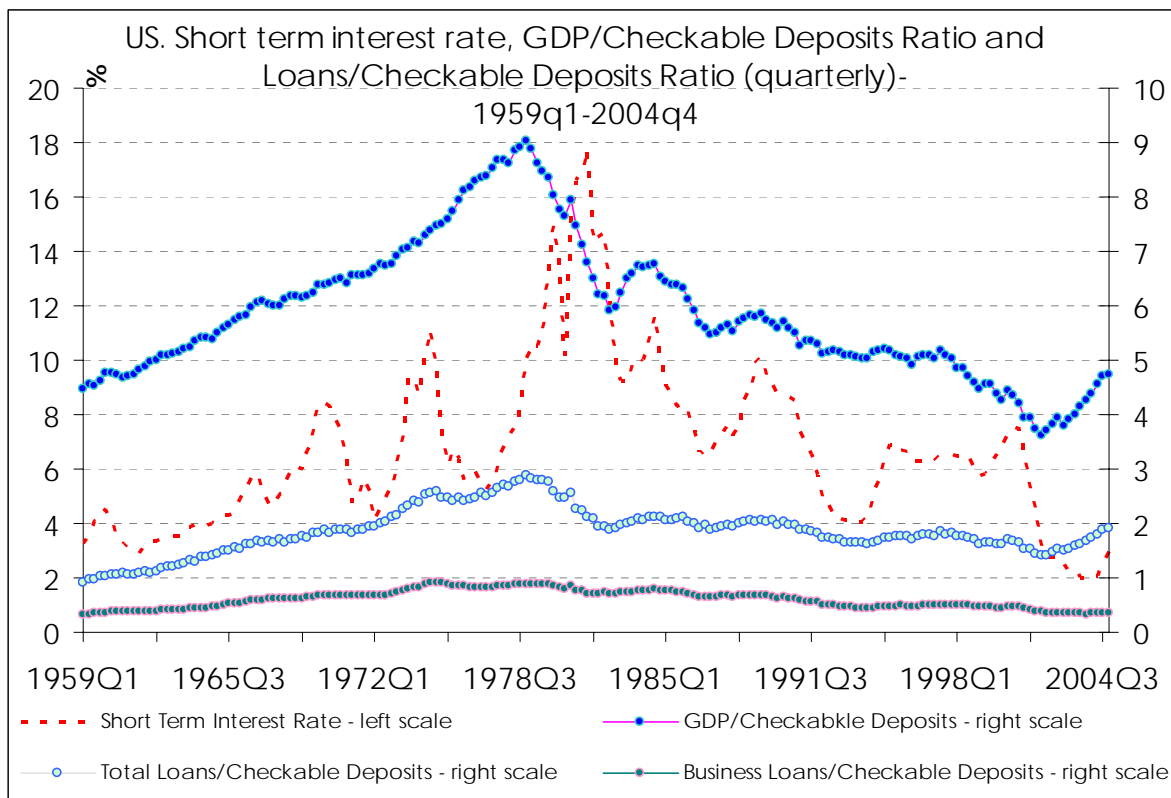


In realtà, dal momento che le domanda di liquidità delle aziende industriali e commerciali può essere soddisfatta anche sul mercato delle obbligazioni a breve, e il saggio di interesse sulle obbligazioni, a breve e a lungo termine, varia in funzione del loro prezzo ossia del turnover del mercato secondario delle obbligazioni, non vi è assolutamente nulla che impedisca che il movimenti del saggio di interesse a breve siano dominati dal movimento di liquidità verso il mercato obbligazionario, del tutto indipendentemente da altri fattori. Un effetto della prevalenza del mercato secondario di titoli a partire dall'inizio degli anni '80 lo si può osservare nel movimento dei loans in rapporto ai depositi immediatamente

¹² Dall'osservazione del grafico 9 è evidente che esiste un trend di lungo periodo del saggio di interesse relativamente distinto dalle oscillazioni più brevi (11 nel periodo considerato). Il trend è ascendente sino alla metà del 1981 e discendente dopo questa data. Il saggio di interesse nel grafico 8 è la media dei saggi a breve del grafico 9.

trasferibili - in aumento fino al principio degli anni '80 e successivamente in calo - che mostra una qual certa correlazione con l'andamento del saggio di interesse a breve termine.¹³ (Grafico 10)¹⁴

Grafico 10
Saggio di interesse a breve, Rapporto Loans/Depositi Trasferibili
e Rapporto GDP/Depositi Trasferibili
1959q1-2004q4



È del tutto logico attendersi un movimento di questo genere. Se la liquidità continua a permanere nel mercato secondario dei titoli ossia a muoversi confinata all'interno del circuito del mercato speculativo la forma di deposito prevalente deve essere quella del

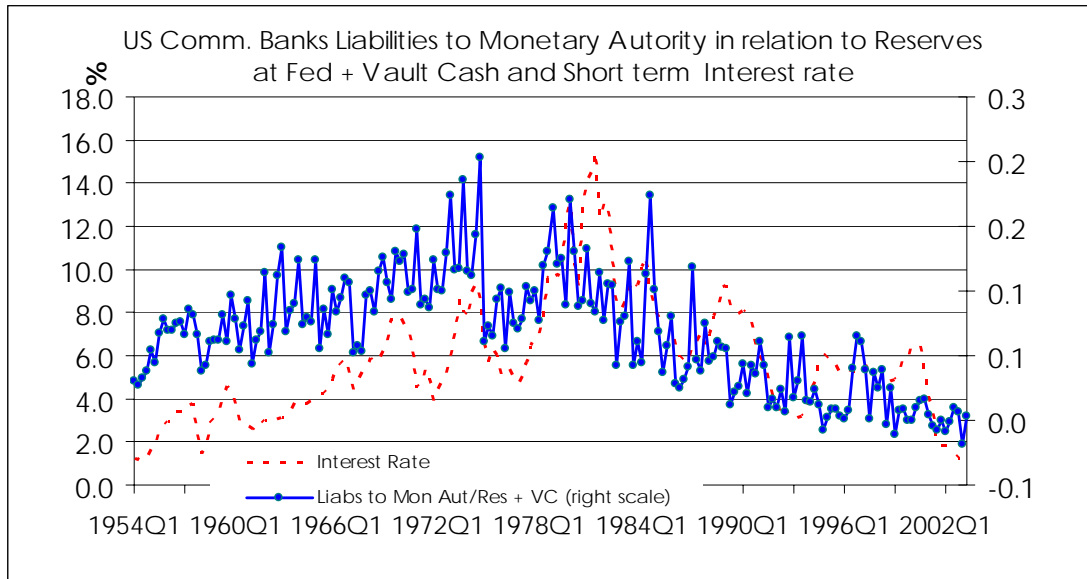
¹³ Il fatto stesso di un boom nel giro d'affari dei mercati speculativi presuppone necessariamente l'esistenza di una grande e crescente liquidità. Il denaro usato per acquistare azioni con moto continuo potrebbe cambiare di mano anche 100 volte al secondo, ma ciò nulla importerebbe dal punto di vista del sistema bancario nel suo insieme perché malgrado qualsivoglia spostamento si troverebbe a permanere sempre in forma di deposito trasferibile come se mai si fosse mosso dal punto iniziale. È tutto fuorché un caso che sia il rapporto fra depositi e depositi trasferibili sia il saggio di interesse siano correlati all'andamento tanto degli indici azionari che del flusso di denaro netto in entrata nel mercato secondario di titoli. Dalla fine della guerra sino agli inizi degli anni '80, l'indice *Dow Jones Industrial Average* segue un andamento fondamentalmente costante, in ascesa fino al 1966 e poi in calo fino al 1981; dal 1981 si inizia un incredibile ascesa che comincia a perturbarsi solo a partire dal 2000. E così fa anche il *Dollar Trading Volume* di Wall Street in rapporto al Pil, fondamentalmente costante attorno al 20% sino al 1980, e poi in violento innalzamento fino a toccare il picco del 330% nel 2000. Il 1981 è appunto l'anno spartiacque nel comportamento del saggio di interesse lungo tutto il dopoguerra (cfr. Grafico 9).

¹⁴ Nella sezione II dell'Appendice B si trovano una stima statistica del rapporto fra saggio di interesse a breve termine e rapporto Loans/Depositi trasferibili

deposito immediatamente trasferibile ossia quella che corrisponde alla funzione di denaro come mezzo di circolazione e di pagamento dato che i depositi vanno subitaneamente e incessantemente riutilizzati per il riacquisto di titoli. Anche se continua senza posa a trasferirsi istantaneamente da un titolare all'altro, e anzi *proprio a causa di questo movimento frenetico*, considerando il sistema bancario nel suo insieme la cosiddetta liquidità si trova ad essere fissata nella forma di deposito trasferibile ossia a ristagnare. Il fatto che i depositi trasferibili vengano continuamente persi da una singola banca a causa dell'altissima velocità di circolazione del capitale speculativo è istantaneamente compensato dal movimento opposto cioè dal fatto che vengono guadagnati da un'altra banca, e nell'insieme ciò che finisce col dominare è la permanenza della forma del deposito trasferibile. Le altre forme, depositi vincolati, certificati di deposito o altro, come sappiamo, non sono denaro vale a dire mezzo di circolazione e di pagamento bensì la semplice certificazione di prestiti concessi dai depositanti a favore delle banche. Più si accrescono i depositi non liquidi rispetto al totale e rispetto ai loans concessi agli agenti non bancari, maggiore è l'impegno delle banche e, in teoria, più elevato dovrà essere il saggio di interesse, e viceversa.

Le variazioni nel rapporto fra depositi trasferibili e loans si riflettono anche nel movimento del rapporto fra passività del sistema bancario nei confronti della BC e riserve. Abbiamo già visto che, contrariamente all'idea secondo cui più riserve sono fornite dalla BC alle banche minore è il saggio di interesse, le riserve relative continuano a diminuire; se ora esaminiamo l'esposizione del sistema bancario nei confronti della BC, osserviamo che il rapporto fra questa e le riserve, malgrado sia soggetto a fluttuazioni molto più forti, tende a variare nel lungo termine all'incirca come il rapporto fra Loans e Depositi Trasferibili e come il saggio di interesse a breve termine (Grafico 11). Le passività del sistema bancario verso la BC non sono differenti dalle passività dei capitali non bancari verso il sistema bancario, e quindi agiscono nello stesso modo nell'influenzare il saggio di interesse.

Grafico 11.
 Saggio di Interesse a Breve (3 mesi) e Rapporto fra
 Passività delle Banche verso la Fed e Riserve + Contanti.
 1954q1-2003q4



Dato che il metodo più comunemente applicato dalle BC per alimentare le riserve del sistema bancario è divenuto negli ultimi tempi quello dei *repurchase agreements (repos)* di obbligazioni di stato, bisogna cercare di comprendere cosa questi esattamente siano.¹⁵ Alcuni definiscono i *repos* ed il loro contrario, i *reverse repos*, come prestiti a breve termine di riserve garantiti da obbligazioni di stato. Non sono sicuro che la definizione sia completa: visto che coi *repos* i titoli di stato vengono ceduti alla BC ad un prezzo lievemente inferiore a quello corrente, prezzo che svolge in pieno la sua funzione nel caso la banca non faccia fronte al *repo* contratto con la BC, bisogna concludere che in realtà si tratta di sconti mascherati di titoli di stato, che possono tanto essere quanto non essere annullati. Se la banca restituisce alla BC le riserve prese a prestito allora la transazione è un semplice prestito a breve, ma se non è in grado di farlo il *repo* diviene un normale sconto. Dato che presta ma non prende a prestito la BC non è propriamente una banca. È una banca limitatamente alle funzioni di prestito di riserve, funzioni assai circoscritte in tutti i sensi, e non è una banca nella sua funzione di conversione di obbligazioni pubbliche in riserve, funzione che nel caso di accredito di riserve sul conto dell'amministrazione pubblica equivale alla creazione diretta di denaro inconvertibile a corso forzoso che può

¹⁵ L'impiego dei *repos* nel prestito di riserve alle banche da parte della Federal Reserve è cominciato verso la metà degli anni '70, aumentando poi costantemente per divenire il metodo dominante dagli anni '90 in poi. Il fatto che i *repos*, che hanno una durata assai breve, abbiano sopravanzato tanto i prestiti diretti (*discount loans*) che l'acquisto di obbligazioni di stato presso il sistema bancario da parte della BC dimostra che il bisogno relativo di liquidità da parte del sistema bancario è andato tendenzialmente diminuendo.

essere usato per acquisti diretti di merce sul mercato da parte dell'amministrazione pubblica. È vero che tale denaro è emesso come denaro creditizio ma non esiste un ostacolo di principio a che questo credito nei confronti del governo venga continuamente rinnovato, trasformandolo di fatto in denaro non creditizio che si immette nella circolazione del reddito *dall'esterno*.¹⁶

Un'opinione abbastanza diffusa è che la BC sia in grado di controllare o far variare il saggio di interesse a breve – il *Federal Funds Rate* ossia il saggio sui prestiti interbancari di riserve o denaro ad alto potenziale-: più riserve vengono immesse nel sistema bancario e più il saggio di interesse cala, e viceversa. È un'opinione curiosa in quanto nessuno si sognerebbe di asserire la medesima relazione -tutt'al più la relazione *opposta*- riguardo ai prestiti bancari, e che, quindi, implicitamente ammette che la BC non sia una banca in senso proprio. Ma i prestiti di riserve sono prestiti bancari a tutti gli effetti, nulla di più e nulla di meno, e, come tutti i prestiti bancari, possono basarsi ~~basano~~ sullo sconto, in questo caso di obbligazioni governative. Più si accresce il loro volume *ceteris paribus* e più le possibilità teoriche di rimborso diminuiscono, spingendo ad innalzare e non ad abbassare il tasso di interesse a breve, ad es. il *repo rate* che poi influenza il *federal funds rate*.¹⁷ L'unico saggio di interesse che la BC può influenzare direttamente è il saggio di interesse *reale*, attraverso il controllo della quantità di denaro non creditizio con il quale essa monetizza direttamente il debito pubblico e che entrando nella circolazione *dall'esterno* altera il livello dei prezzi nominali e con questo il saggio di interesse reale.

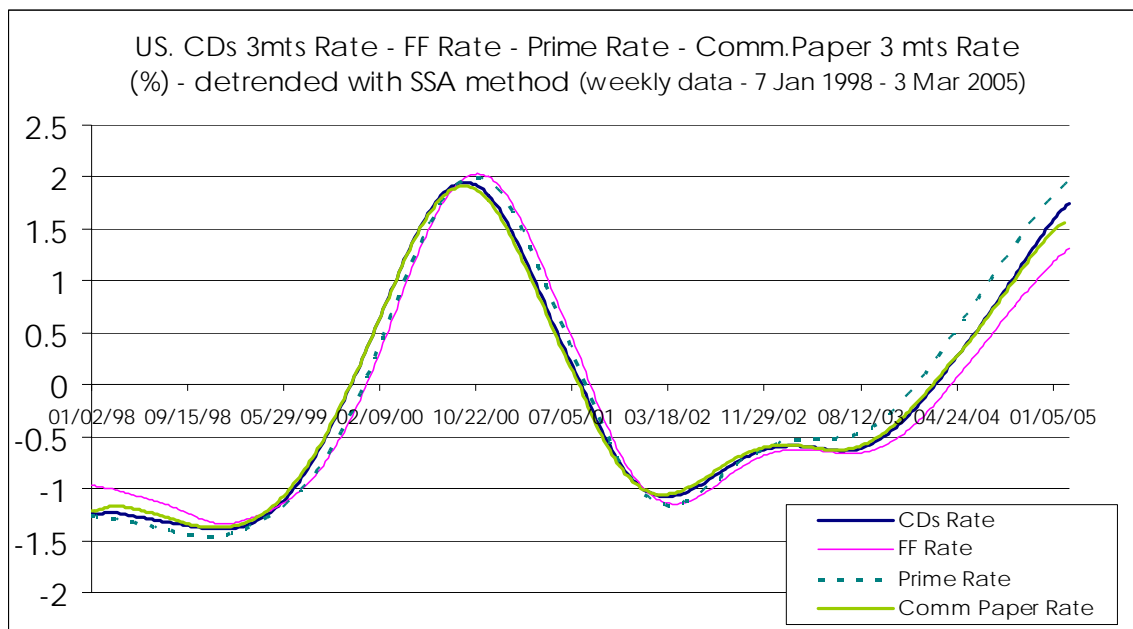
Esaminando l'andamento dei saggi di interesse a breve, sia quelli attivi (il *Prime Loans Rate* e il saggio di interesse sui *Commercial Paper*) sia quelli attivi/passivi (il *Federal Funds Rate*) sia quelli passivi (il saggio di interesse sui *Certificate of Deposits*) l'idea generale che si trae da questa osservazione è che si muovono tutti più o meno simultaneamente, mentre la teoria corrente dovrebbe fornire l'osservazione di un meccanismo mosso in moto dal movimento di riserve fra BC e sistema bancario che produce variazioni del *Federal Funds Rate* e attraverso queste nei saggi di interesse

¹⁶ La differenza fra denaro creditizio e denaro non creditizio non sta soltanto nel modo in cui questi tipi di denaro vengono emessi ma anche nel modo in cui circolano. Il denaro non creditizio entra nella circolazione per non fuoriuscirne più; il denaro creditizio è soggetto alla legge del riflusso e deve tornare al punto di partenza. Se l'ulteriore emissione di denaro creditizio tende a perpetuare il mancato riflusso al punto di emissione, il denaro creditizio tende a comportarsi come denaro non creditizio.

¹⁷ È interessante sapere che la procedura per l'aggiudicazione dei *repos* da parte della Federal Reserve contempla un'asta da parte degli acquirenti –che sono degli intermediari fra la BC e il sistema bancario– in cui i contratti vengono assegnati fissando il saggio di interesse (il *repo rate*) più elevato fra quelli proposti dagli stessi acquirenti.

bancario a breve, processo che dovrebbe logicamente comportare l'esistenza di un intervallo fra i movimenti del Federal Funds Rate e gli altri saggi di interesse a breve termine. In realtà, un'analisi più dettagliata dei movimenti di questi saggi di interesse rivela che se vi sono dei saggi di interesse che anticipano i movimenti degli altri, questi sembrano essere i saggi di interesse che remunerano i depositanti vale a dire gli agenti non bancari (aziende commerciali e industriali, lavoratori) che *prestano* fondi al sistema bancario (i saggi di interesse sui *Certificates of Deposit*) e i saggi di interesse non bancari (*Commercial Paper*) che remunerano gli stessi agenti nei loro prestiti al resto dell'economia, piuttosto che i saggi di interesse a breve che remunerano le banche (Federal Funds Rate e Prime Rate) che, più o meno secondo tutte le teorie correnti, verrebbero direttamente influenzati dalla politica monetaria della BC (vedi Grafico 12). Secondo questa differente visione, le variazioni nei saggi di interesse sono determinati primariamente dall'uso dei depositi e tendono a loro volta a determinare i saggi bancari indipendentemente dall'azione della BC.

Grafico 12
 Saggi di interesse a breve (%).
 (CDs 3 mesi - Fed Funds - Prime Loans - Commercial Paper 3 mesi)
 Andamento ciclico ricavato rimuovendo il trend con SSA.
 Valori settimanali (7 Gennaio 1998 - 4 marzo 2005)



Dal grafico 12 si osserva che l'andamento ciclico dei quattro saggi di interesse a breve è assai simile. Il movimento del saggio di interesse sui Federal Funds, che si presuppone essere direttamente influenzato dalla politica monetaria attuata dalla Federal Reserve, è

anticipato costantemente da quello dei saggi sui Certificate of Deposit e sul Commercial Paper a tre mesi, fra loro virtualmente identici e per la prima parte del periodo anche da quello del Prime Rate, che passa invece ad anticipare gli altri tre saggi di interesse nella seconda metà del periodo.

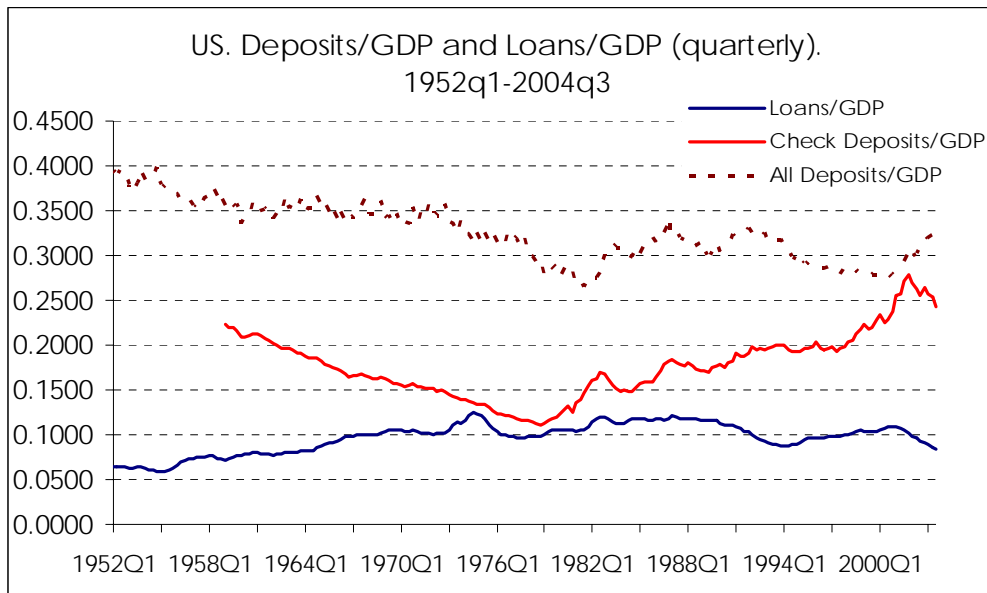
4. Il credito di capitale

Nella letteratura corrente regna una considerevole confusione, che tuttavia esiste fin dal secolo XIX, fra credito di denaro e credito di capitale. Bisogna ancora una volta precisare che tutta l'analisi del credito nel sistema delle banche commerciali riguarda unicamente il credito di denaro mentre il credito di capitale è essenzialmente una faccenda di credito *obbligazionario* che nulla ha a che fare con la creazione di nuovi depositi, atto che, come la Creazione nella *Genesis*, pare alquanto conturbare parecchia gente.

Le aziende industriali e commerciali domandano credito, vale a dire depositi contro loans, non per finanziare l'accumulazione di capitale fisso ma per anticipare i risultati delle vendite di merci, e solo nei limiti in cui si manifesta un bisogno di tale anticipo. La domanda di credito per l'accumulazione dipende esclusivamente dal ritmo di crescita di un certo ramo d'affari e/o di una certa azienda nel ramo in questione. Se questa velocità supera i limiti dell'autofinanziamento mediante i profitti realizzati sorgono la necessità e la possibilità di usare parte del profitto o del reddito sociali, ossia realizzati da altri, per accrescere lo stock di capitale fisso e la capacità produttiva. Mentre è pensabile accrescere il volume esistente di depositi per rendere possibile la circolazione di un maggiore prodotto sociale, non è pensabile fare la medesima cosa per l'allargamento dello stock sociale di capitale fisso che può venire ammortizzato solo in tempi lunghi a differenza del capitale circolante che ruota alla medesima velocità della produzione corrente. Molti sembrano credere che la circolazione del capitale debba dipendere sempre di più dal credito cioè dalla creazione di depositi/loans, ma è un punto di vista che non ha fondamento. Visto che ogni deposito/loan creato deve venire infine annullato dal ritorno del denaro creditizio al punto di partenza, l'aumento della massa di depositi/loans nel corso del tempo implica semplicemente che il valore monetario della produzione complessiva della società aumenta nel tempo; ma in nessun caso può implicare che la massa di depositi aumenti più rapidamente della produzione sociale. Negli ultimi 30 anni

è avvenuto precisamente il contrario, con una lieve tendenza al calo del rapporto Loans/PIL che ha arrestato la tendenza all'aumento in vigore nella prima parte del dopoguerra (cfr. Grafico 13), mentre il movimento opposto è avvenuto, per le ragioni già viste prima, nel rapporto Depositi Trasferibili/PIL, in diminuzione fino al 1981 e in notevole accrescimento nel periodo successivo.

Grafico 13.
USA. Depositi/PIL e Loans/PIL (dati trimestrali).
1952q1-2004q3



Una questione di grande interesse è quella che concerne l'origine del credito obbligazionario a lungo termine. Dato che questo tipo di credito utilizza depositi già esistenti e non depositi/loans bisogna ammettere che una parte dei depositi esistenti si trovi sistematicamente inutilizzata e vada a formare fondi liquidi impiegabili. La stasi dei depositi può venire solo da due fonti: o dal fatto (i) che in certi settori e/o in certe aziende ai fini della formazione di nuovo capitale fisso il reddito accumulato in forma liquida non ha ancora raggiunto la grandezza minima necessaria al reinvestimento, circostanza dovuta ad un turnover relativamente veloce, oppure dal fatto (ii) che si tratta di redditi di agenti che guadagnano senza avere necessità di accumulare capitale fisso, come ad es. i manager e gli azionisti il cui reddito è una parte del profitto sociale senza che essi costituiscano però una parte del capitale sociale. La prima è una stasi fisiologica, che fa parte del funzionamento del capitale in quanto tale una volta che si sia ammesso che i capitali dei vari settori produttivi e commerciali seguono tempi di rotazione differenti. La seconda invece ha un carattere patologico e dipende dal fatto che nessuno dei due soggetti in

questione, gli azionisti e i manager, funge da rappresentante del capitale industriale ma solo da rappresentante di se stesso.

Nel capitalismo individuale del secolo XIX il profitto del capitale investito era al tempo stesso anche il reddito del suo proprietario; nel capitalismo socializzato moderno, ad ancor di più nella fase in cui la proprietà del capitale nominale appartiene ai fondi comuni di investimento, il profitto netto realizzato si scompone in reddito degli azionisti e reddito dei manager. In linea di principio il capitale (industriale e/o commerciale) non ha una sua rubrica di reddito in quanto capitale ma perviene ad averla se e solo se una parte del profitto netto viene mantenuta nell'azienda (*retained earnings*) per venire reinvestita. In altre parole, il capitale industriale in quanto tale si appropria di un profitto solo come voce di spesa ma non come voce di reddito -sono gli inconvenienti che toccano alle entità astratte prive di rappresentanti. Le quote di profitto che spettano ai manager e agli azionisti sono potenzialmente soggette al ristagno di impiego e quindi assai suscettibili di formare fondi liquidi, diventando teoricamente disponibili a costituire tanto una delle basi del credito di capitale quanto uno dei fondamenti del mercato secondario dei titoli di proprietà e di credito.

L'idea, che di tanto in tanto si sente espressa, che la creazione di credito (*Loans make Deposits*) sia il movente iniziale della produzione di merci, e anzi che la creazione di denaro creditizio (depositi/loans) corrisponda alla crescita economica (finanziamento dell'accumulazione) mentre l'uso di denaro preesistente (depositi) serve a finanziare solo gli acquisti intermedi ma non l'aggiunta di capitale fisso e circolante al livello di attività esistente è l'esatto rovesciamento del fenomeno reale, e dipende dall'usuale sopravvalutazione della funzione di creazione di depositi nell'insieme dell'accumulazione, che concepisce il credito bancario come *un'aggiunta* al valore monetario circolante e non come la monetizzazione (mutamento di forma) del valore già esistente nelle merci prodotte e circolanti. Se il credito fosse un'aggiunta di valore indotta dall'esterno non potrebbe mai venire restituito, e si sarebbe costretti a concepire il denaro bancario come denaro non creditizio che è appunto non soggetto alla legge del riflusso, e la continua esistenza di un flusso di produzione sociale come resa possibile unicamente dall'iniezione permanente *dall'esterno* di denaro non creditizio, idea che costituisce la base obiettiva delle teorie che concepiscono il denaro come una creazione autonoma dello stato -che è in effetti il creatore

del denaro inconvertibile non creditizio- e non come un'espressione dei rapporti economici.

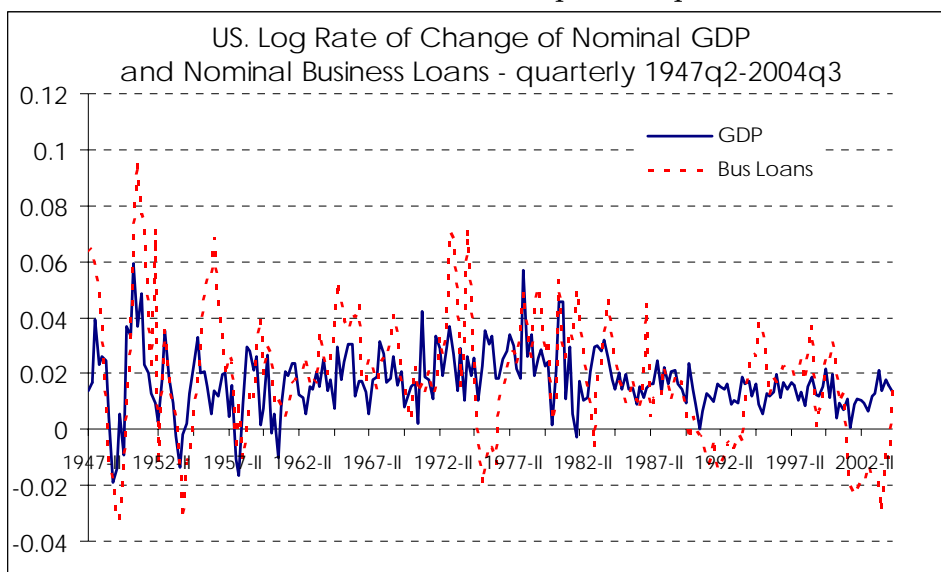
Il saggio di interesse a breve, che remunera il finanziamento della liquidità, segue dunque leggi differenti dal saggio di interesse a lungo termine che grava sul debito che finanzia una quota dell'accumulazione. Mentre tutti i saggi di interesse a breve termine sono fra loro sempre strettamente correlati, questo non avviene necessariamente per il rapporto fra saggi a breve e a lungo termine, il cui andamento ciclico può dare luogo a inversioni ed apparenti stranezze. In particolare, la domanda di credito a breve termine tende ad accentuarsi nelle fasi finali di un periodo di espansione e nella fase iniziale di un periodo di contrazione mentre la domanda di credito a lungo termine per l'accumulazione ha già cominciato a declinare. Un innalzamento più o meno rapido del saggio di interesse a breve termine può quindi venire accompagnato dal movimento opposto del saggio a lungo termine; mentre l'associazione opposta la si può incontrare nelle fasi di ripresa dell'espansione ciclica della produzione, allorché la domanda di credito a breve ristagna in quanto si utilizzano i depositi esistenti deprimendo il saggio di interesse a breve, mentre la domanda di credito a lungo termine si rianima dopo una contrazione più o meno prolungata innalzando i saggi di interesse a lungo termine. Il movimento ciclico dei due saggi va nella medesima direzione durante le fasi intermedie delle espansioni, quelle più prolungate nelle quali tanto la domanda di denaro che quella di capitale tendono a comportarsi nello stesso modo.

5. Ciclo della produzione e ciclo del credito

Se fosse vero ciò che molte delle idee correnti asseriscono, che la creazione di depositi/loans è il fattore che imprime il movimento alla produzione sociale e che, quindi, i rallentamenti e i cali nella produzione sono causati da rallentamenti e cali nel flusso di credito bancario e le accelerazioni nella produzione da accelerazioni nel credito bancario, si dovrebbe osservare che a variazioni nel flusso di credito (creazione di depositi/loans) seguono dopo un certo intervallo variazioni nella stessa direzione nella produzione sociale mentre non si dovrebbe osservare la correlazione opposta e cioè che a variazioni nella produzione sociale seguano variazioni nel credito. In realtà si osserva proprio il fenomeno opposto, quello del dominio delle variazioni della produzione sociale su quelle del credito

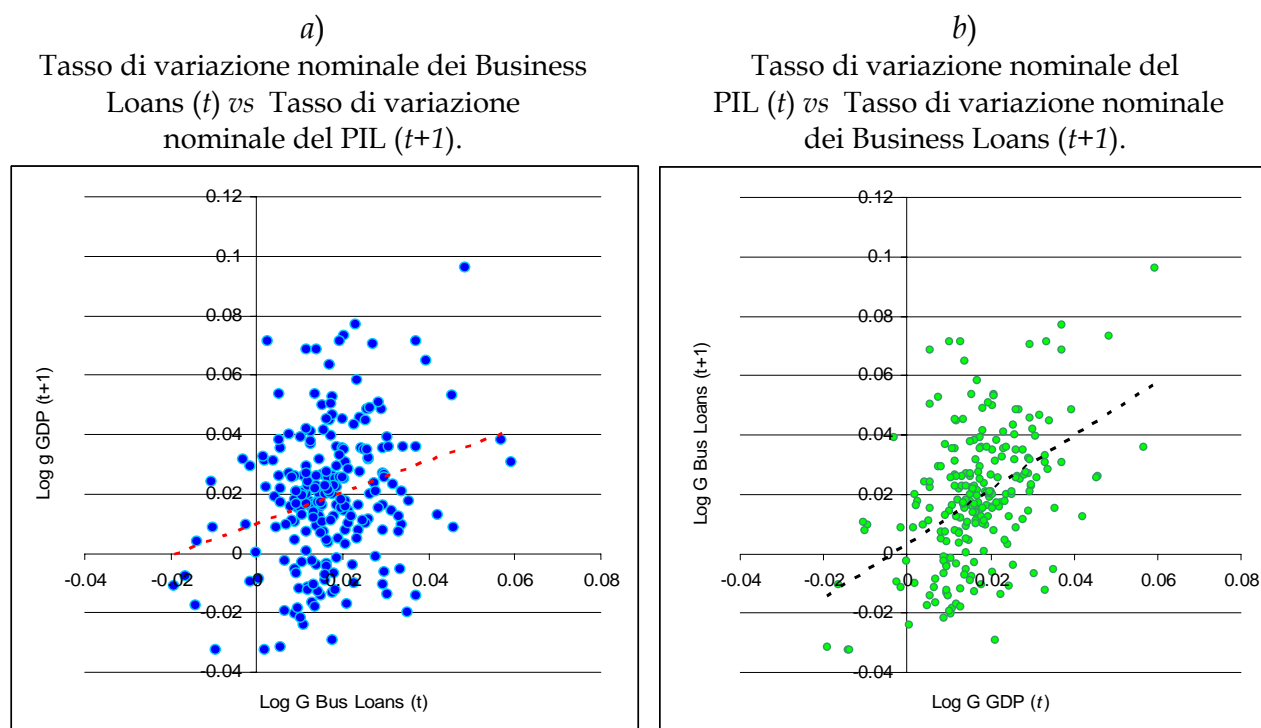
bancario d'affari a breve termine. Sembra quindi che sia la produzione a regolare il credito piuttosto che il contrario, come invece tendono ad asserire le concezioni che fanno del credito un meccanismo anzi un apparato suscettibile di essere controllato e regolato al fine di eliminare l'andamento ciclico della produzione basata sul capitale. Rimarrebbe sempre il mistero del perché mai in certi momenti il credito venga ristretto onde produrre l'effetto di una stagnazione o di una recessione, e in certi altri allargato per lo scopo opposto; ma almeno una determinante del cosiddetto ciclo economico sarebbe stata enucleata: sfortunatamente si tratta di un'illusione.

Grafico 14.
US. Saggio log di Variazione. PIL nominale e Business Loans.
Dati Trimestrali. 1947q1 - 2004q3



Il grafico 14 riporta l'andamento dei tassi di variazione nel Pil e nei Business Loans per l'economia americana nel corso tutto il dopoguerra. Già da una semplice ispezione visuale ci si avvede che il movimento del credito, molto più volatile, è anticipato sistematicamente da quello del Pil, e l'analisi statistica non fa che confermare l'osservazione visiva.

Grafico 15.
Dati trimestrali 1947i - 2004iii

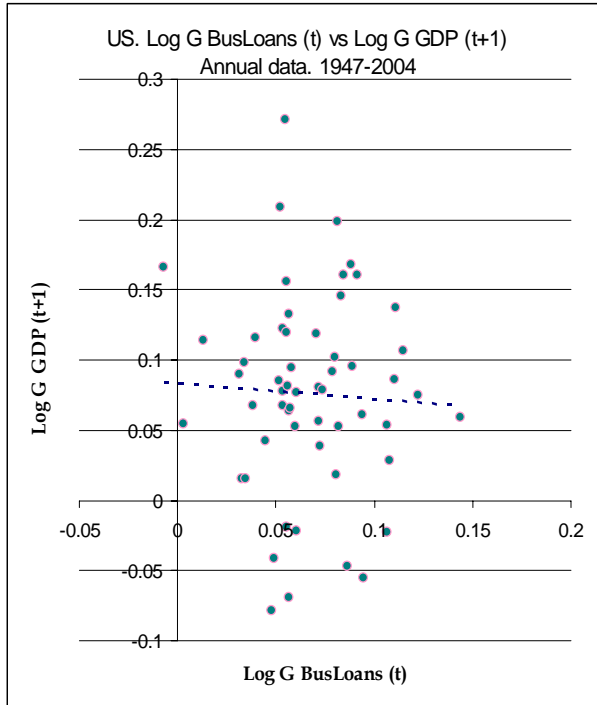


Le due correlazioni sono fra loro piuttosto differenti. La correlazione *a*) è del tutto irrilevante dato che ha un coefficiente che ai test non differisce significativamente dal valore nullo. La seconda *b*) invece conserva un qualche peso pur non essendo del tutto soddisfacente buona.¹⁸ Ovviamente ciascuno può interpretare le regressioni come più gli aggrada, tuttavia il fatto che non si riesca a stabilire una connessione fra variazioni nel credito bancario e risposta delle variazioni nel Pil mentre si riesce per la correlazione *opposta* è alquanto esiziale per tutta quella stirpe di teorie che fanno del credito il motore della produzione. Con le serie annuali le cose si presentano più chiare (cfr. Grafico 16)

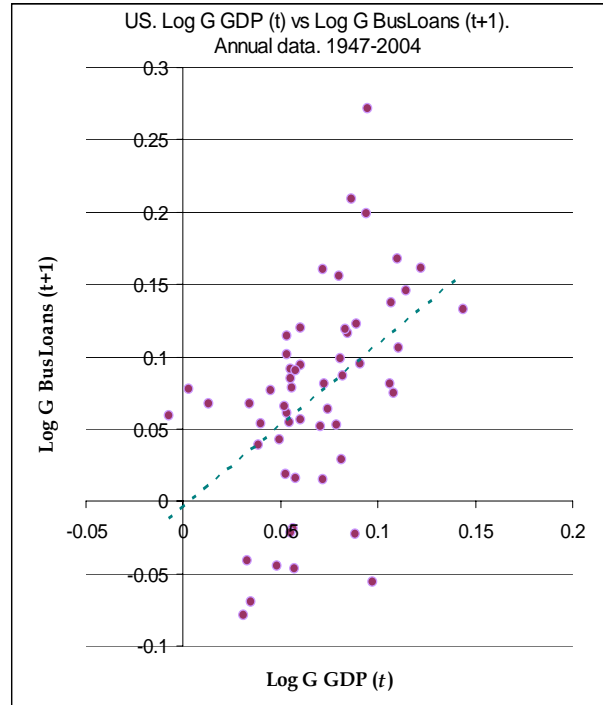
¹⁸ Nella sezione III dell'Appendice B si trovano stime statistiche del rapporto fra variazione del Pil e variazioni del Credito con ritardo temporale e viceversa.

Grafico 16
Dati annuali. 1947-2004

a)
 Tasso di variazione nominale dei Business Loans (t) vs Tasso di variazione nominale del PIL ($t+1$).



b)
 Tasso di variazione nominale del PIL (t) vs Tasso di variazione nominale dei Business Loans ($t+1$).



Le regressioni sono ora assai più nettamente fra loro distinte di quanto non lo fossero nel precedente caso dei dati trimestrali. La regressione a), deputata a misurare la risposta del Pil a variazioni nel credito bancario a breve, non rileva alcuna risposta e perciò è del tutto insignificante. Al contrario, sull'equazione b) si può far poggiare un modello per il quale le variazioni nel credito bancario sono determinate da variazioni nella produzione sociale, contrariamente a gran parte del senso comune dominante.

La spiegazione del perché siano le variazioni del Pil a regolare quelle del credito e non viceversa non è ardua. Innanzitutto, attendersi che il movimento in generale proceda dalla produzione al credito è conforme all'idea che il credito bancario a breve non sia altro che la monetizzazione di una quota della produzione corrente. Se a ciò si aggiunge l'assunzione che la produzione sociale lorda proceda seguendo un andamento ciclico è abbastanza logico pensare che nelle fasi di ripresa, ossia all'inizio del ciclo, vengano utilizzati i depositi esistenti rimasti relativamente in ozio durante la parte inferiore del ciclo, e che anzi la ripresa dipenda essenzialmente dal fatto che depositi ristagnanti ricomincino a circolare. Quando questo movimento si è stabilizzato e le prospettive di profitto sono

solide si può più facilmente passare a creare nuovi depositi attraverso loans d'affari sulla produzione corrente. Movimento che incontra il suo apice quando ormai il picco del ciclo è stato superato e i prestiti cominciano ad essere domandati non tanto per anticipare gli incassi lordi quanto per far fronte alle difficoltà che cominciano a presentarsi.

La frequenza d'uso della locuzione "credit crunch" è inversamente proporzionale alla chiarezza con cui viene definita. "Scarsa propensione da parte delle banche commerciali a concedere credito a breve anche ai clienti più grossi e sicuri"; "Mancanza di credito a qualsiasi livello del saggio di interesse"; "Improvviso e violento innalzamento dei saggi di interesse a breve": ecco alcune delle definizioni del *credit crunch* in cui ci si imbatte correntemente. Dato che il mezzo di circolazione universalmente usato nei pagamenti è il deposito trasferibile, la mancanza di credito ossia il venir meno della emissione di depositi/loans dovrebbe direttamente ripercuotersi sulla circolazione del capitale creando il pericolo della sua interruzione. Maggiore la probabilità di interruzioni nella circolazione del capitale maggiore il grado di fragilità finanziaria, dal momento che i depositi (e perciò i mezzi di circolazione e di pagamento) vengono costantemente ricostituiti proprio dal loro movimento: se questo si trova a cessare in un punto si produce una reazione a catena in tutti le successive fasi del circuito. Ma, quale è il fattore che determina l'esaurimento delle possibilità di emissione di depositi/loans?

Stando alla teoria qui esposta il credito deve venir meno quando tutti i depositi esistenti sono stati trasformati in depositi non trasferibili cioè in prestiti al sistema bancario da parte del resto dell'economia, capitalisti non bancari e lavoratori. Uno squilibrio assoluto -un fatto in sé puramente immaginario che può servire solo da ipotesi euristica- nel rapporto fra depositi trasferibili e depositi non trasferibili implica che non esistono più mezzi di circolazione e quindi che la circolazione *sia già ferma* e che il saggio di interesse si trovi ad un valore infinito, e che quindi sia impossibile creare ulteriore denaro creditizio. Il problema è quindi quello di rintracciare cosa genera il movimento verso questo squilibrio. Il rapporto fra depositi non trasferibili e depositi trasferibili aumenta quando i prestiti alle banche aumentano più rapidamente dei depositi/loans, variazione che può essere causata soltanto da un accrescimento dell'indebitamento a breve (cioè per domanda di denaro) dei capitalisti non bancari e dei lavoratori più rapido dell'aumento del reddito nazionale. Quando questa ascesa supera un certo limite il saggio di interesse si trova innalzato al di

sopra del margine di profitto (rapporto fra profitti e Pil o reddito netto)¹⁹ di una quota che è sufficiente a rendere impossibile la restituzione dei prestiti, e ciò perché l'interesse è una grandezza immaginaria che anticipa la produzione del reddito effettivo senza nessuna garanzia che il livello del reddito sarà comunque sufficiente a coprire il servizio del debito (quota di capitale ed interessi periodicamente dovuti). A questo punto la domanda di denaro diviene domanda di denaro non in quanto monetizzazione degli incassi delle vendite ma per coprire gli interessi dei debiti pregressi e raggiunge il suo apice assieme al saggio di interesse a breve che si trova ad oltrepassare il livello del saggio di interesse a lungo termine. Ma si tratta di una domanda di denaro non più legata alla produzione ed alla circolazione di merci, sicché il suo mancato soddisfacimento, anche parziale, dovuto all'elementare circostanza che le aziende che domandano denaro hanno una redditività relativa troppo esigua, fa definitivamente scattare il meccanismo delle insolvenze e della distruzione di depositi. In questo schema il *credit crunch* sopravviene dunque perché la domanda di denaro si separa dalla circolazione delle merci e, una volta arrivato, ha l'effetto di trasformare una fragilità finanziaria da potenziale in effettiva.

Anche più potente nell'esaurire le possibilità di estensione ulteriore del credito è la circolazione del capitale speculativo ossia del denaro anticipato nell'acquisto di capitale nominale e/o titoli di debito in vista della sua rivendita più o meno immediata ad un prezzo maggiore. Qui il fattore cruciale non è l'andamento del reddito dei capitali non bancari e dei lavoratori ma il movimento del flusso di denaro in entrata nel circuito speculativo. Fintantoché il denaro addizionale netto che alimenta il capitale speculativo si accresce ad un tasso superiore al saggio di interesse in relazione allo stock di debito non si presentano problemi particolari; quando questo flusso si riduce i guadagni speculativi tendono a calare, e se questo declino prosegue possono scendere al di sotto della soglia cruciale del saggio di interesse. A questo punto devono cominciare le liquidazioni forzate per far fronte alle scadenze, e con loro si innalza la domanda di denaro allo scopo di soddisfare i pagamenti urgenti, con la stessa fenomenologia del caso precedente.

Quello che viene spesso fatto di chiedersi è cosa succederebbe se il credito venisse concesso dalle banche in ogni caso vale a dire indipendentemente dalla situazione di insolvenza dei loro clienti. Un argomento diffuso è che la crisi potrebbe venire superata senza scosse violente dato che il nuovo credito creato eliminerebbe lo squilibrio fra il reddito dei

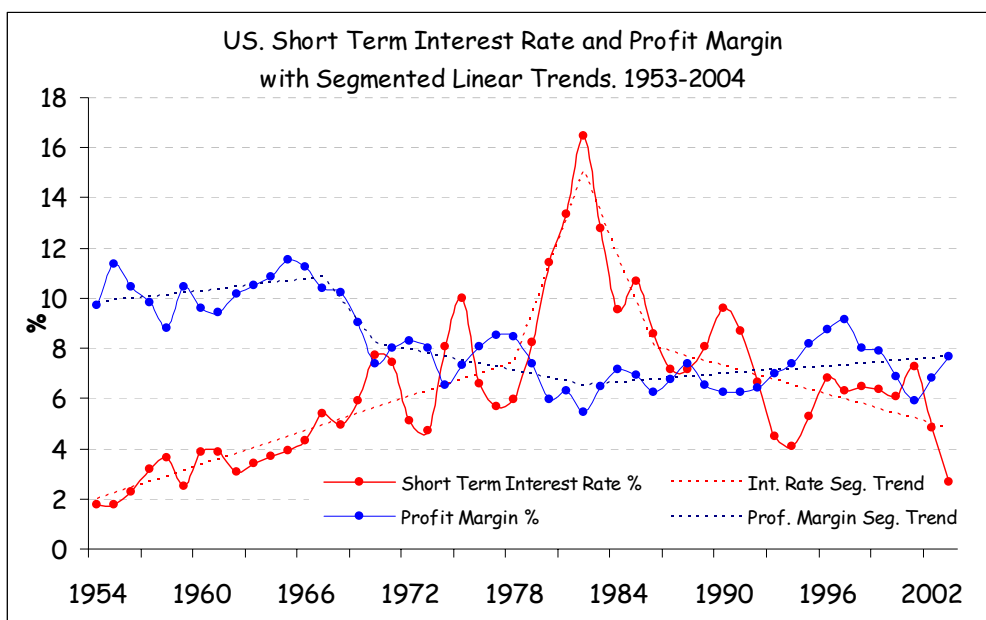
¹⁹ Nel credito a breve, che è credito di denaro e non di capitale, la variabile rilevante è ovviamente il margine di profitto e non il saggio del profitto (rapporto fra flusso di profitti e stock di capitale fisso).

capitali non bancari e l'indebitamento accumulato. Senz'altro lo squilibrio verrebbe al momento eliminato ma solo spostandolo più avanti nel tempo poiché l'impegno maggiore delle banche dovrebbe venire compensato da un ulteriore aumento del saggio di interesse, e ciò porrebbe una nuova e più grossa ipoteca sul reddito futuro prodotto dalla società. Si potrebbe naturalmente argomentare che in questo momento futuro le banche potrebbero intervenire ancora, e così via facendo spostare indefinitamente avanti nel tempo il momento in cui lo squilibrio diventasse di nuovo effettivo. Ma questa argomentazione equivale, nulla di più nulla di meno, a sostenere che le crisi di insolvenza possono sempre essere superate immettendo dall'esterno denaro non creditizio addizionale con la funzione di colmare il gap fra reddito e indebitamento. Un denaro creato dal sistema creditizio il cui ritorno può essere indefinitamente posposto nel tempo *non* è denaro creditizio bensì, malgrado le apparenze, denaro non creditizio che implica che il sistema bancario sia diventato un mero ramo dell'amministrazione pubblica. Il superamento dello squilibrio in un caso del genere viene compensato da un tasso crescente di inflazione che rende viepiù aleatorio l'uso del denaro e quindi la circolazione del capitale.

L'assioma secondo cui il movimento della creazione creditizia funge da elemento dinamico della produzione e quindi della circolazione del capitale riceve un'ulteriore scossa dall'esame statistico del rapporto fra andamento del saggio di interesse a breve (sui prestiti di denaro) e andamento del margine di profitto (rapporto fra profitti e pil). Secondo la teoria corrente i movimenti ciclici del saggio di interesse a breve e del margine di profitto dovrebbero trovarsi correlati *positivamente*, secondo l'analisi empirica sono correlati *negativamente*.²⁰

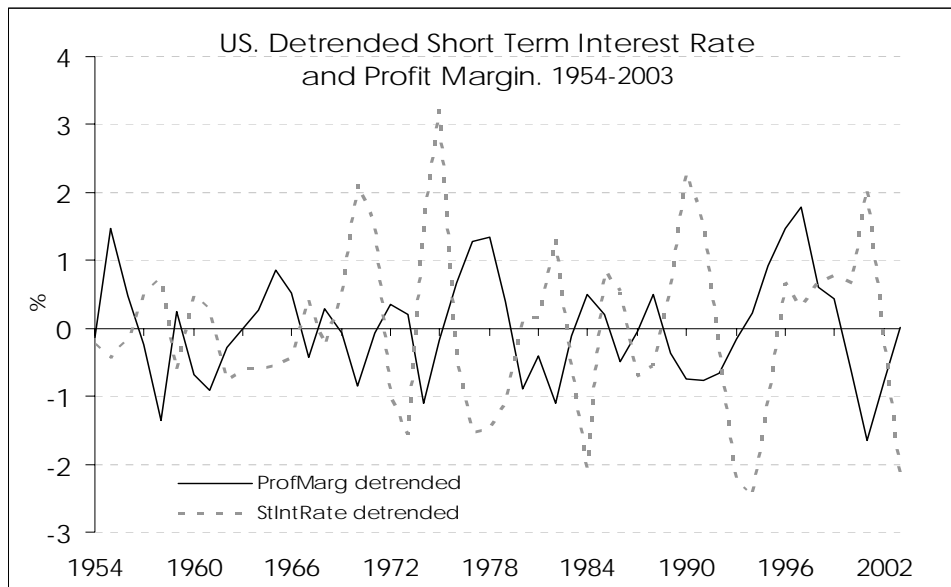
²⁰ Le stime statistiche del rapporto fra andamento del saggio di interesse a breve e margine di profitto sono nella sezione IV dell'Appendice B.

Grafico 17.
 US. Saggio di interesse a breve e Margine di profitto.
 1954-2003



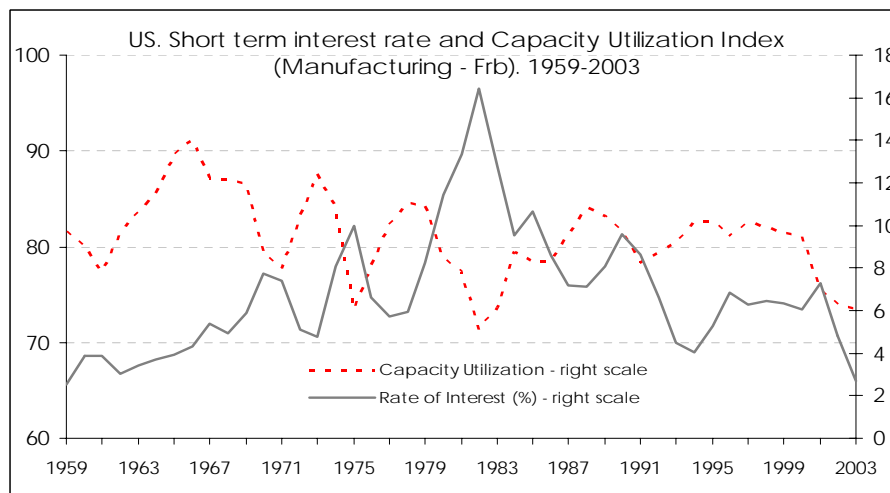
Il movimento tendenziale e il movimento ciclico del saggio di interesse sono più pronunciati di quelli del margine di profitto, ma dal grafico 17 non è difficile osservare tanto che i trend lineari segmentati hanno quasi sempre inclinazioni opposte quanto che i singoli cicli del saggio di interesse e del margine di profitto hanno frequenza simile ma andamento opposto con una precisione abbastanza notevole, come si vede più agevolmente dal grafico 18 dove sono tracciati il saggio di interesse a breve e il margine di profitto le cui serie sono state filtrate eliminando i trend lineari segmentati presenti nel grafico 17.

Grafico 18.
 US. Saggio di interesse a breve e Margine di profitto senza trend
 1954-2003



Il maggior ricorso al credito a breve, che conduce ad un aumento del saggio di interesse, piuttosto che essere il fattore che sta alla base dell'aumento della produzione rispetto al livello precedente sembra fungere da compensazione della diminuzione dei profitti in relazione alla produzione, compensazione che sopravviene quando la produzione è già *aumentata* come si osserva anche dal grafico 19 dove appare una certa correlazione negativa fra l'andamento ciclico del saggio di interesse a breve e l'andamento ciclico del livello di utilizzo della capacità che a sua volta è positivamente correlato con il movimento ciclico del margine di profitto.

Grafico 19.
 US. Saggio di interesse a breve e
 indice di utilizzo della capacità produttiva (settore manifatturiero).
 1959-2003



Conclusione

Dallo sviluppo storico del sistema monetario e creditizio si evince che la sua linea evolutiva è tracciata da null'altro se non dal tentativo costante di sbarazzarsi del denaro pur conservando il denaro. Dal denaro-merce al credito commerciale, da questo al denaro bancario basato sullo sconto, e quindi all'emissione di depositi in cui i loans sostituiscono gli effetti scontati e il denaro inconvertibile della BC rimpiazza il denaro-merce, la tensione permanente è verso l'emancipazione della circolazione delle merci e del capitale dal denaro e viceversa.

Taluni, abbagliati dall'apparente potenza del denaro, scambiano questo processo per il raggiunto controllo, almeno potenziale, sull'accumulazione e sulla produzione sociale per mezzo della regolazione dell'emissione di denaro ad alto potenziale. Sfortunatamente, non essendo il denaro l'elemento vitale del sistema economico bensì il capitale (circostanza sinora intesa da pochissima gente) tutta questa evoluzione del sistema monetario e creditizio non ha potuto che limitarsi a sfociare in un meccanismo di mera influenza sulle grandezze nominali, rendendo abbastanza palese che l'emancipazione dal denaro è stata e sarà sempre necessariamente incompleta e puramente esteriore proprio perché il capitale non può fare a meno del denaro come momento della propria autoriproduzione. L'evoluzione del sistema monetario e creditizio nell'ambito del capitale ha tuttavia ormai raggiunto uno stadio finale oltre quale non può procedere senza negarsi e frapponere ostacoli insormontabili al processo di accumulazione. Al di là dell'emissione di denaro creditizio senza legame diretto con la circolazione e dell'emissione di denaro in ultima istanza come denaro inconvertibile c'è solo l'autoemissione di denaro socialmente valido da parte di tutti gli svariati attori del dramma del capitalismo, il che è una negazione tanto del denaro che del capitale.

Appendice A.

La misura dei valori

Un problema che ha sommamente assillato gli economisti di ispirazione classico-marxiana è quello che riguarda il posto dell'oro, e più in generale del denaro-merce, nel sistema monetario moderno che pare funzionare senza averne alcun bisogno, circostanza sfruttata da tutti i critici dell'idea secondo cui il denaro deve essere una merce prima di poter essere denaro. Tuttavia tanto gli uni che altri non hanno abbastanza considerato il fatto che la teoria marxiana del denaro è piuttosto complessa giacché in essa il denaro non è alcunché di semplice ed univoco ma un sistema strutturato di funzioni nel quale il denaro-merce (nella fattispecie l'oro) è strettamente indispensabile solo per assolvere alla funzione di *misura dei valori* mentre in tutte le altre funzioni può essere sostituito da altri tipi di denaro. Ciononostante - così si argomenta - la funzione di misura dei valori può essere assolta solo da un denaro che circoli come denaro, giacché solo un danaro circolante si confronta con le merci e può loro consentire di esprimere in date quantità le grandezze di valore, ma l'oro in quanto denaro non circola più in nessun tipo di circuito avendo da gran tempo circoscritto la propria funzione a quella di uno degli elementi costitutivi dei patrimoni delle banche centrali, e come tale si è apparentemente ridotto al rango di una merce fra le tante, una merce che, come tutte, ha anch'essa bisogno di un prezzo espresso in unità di denaro non-merce totalmente inconvertibile.

L'argomentazione è in realtà monca. È vero che nell'attuale sistema monetario né l'oro né altre possibili merci-denaro circolano scambiandosi con le merci, come è vero che il denaro non-merce che funge da mezzo di circolazione lo fa precisamente al posto dell'oro essendo sopravvenuta in un certo momento della storia monetaria ed economica una sostituzione di denaro-merce con denaro non-merce attraverso un definito rapporto quantitativo. Dal momento di questa sostituzione in poi, ammettendo una completa e definitiva inconvertibilità del denaro non-merce (banconote, depositi), la funzione di misura dei valori è stata fissata una volta per sempre dal rapporto di scambio fra denaro-merce e suo sostituto, mentre il sostituto ha assunto la funzione subordinata di *standard dei prezzi*. È assolutamente indimostrabile che si possa avere un sistema di produzione e distribuzione di merci completamente sviluppato cui aggiungere semplicemente un denaro non-merce, e

ciò per il semplicissimo fatto che nessun denaro non-merce può entrare in un determinato rapporto quantitativo con le singole merci prodotte e scambiate. In termini formali, quale che sia il sistema di equazioni usato per determinare i prezzi e i rapporti di scambio fra le merci prodotte non esiste nessuna possibilità di aggiungerci un'equazione per un denaro non-merce, possibilità che sopravviene soltanto allorché il denaro non-merce venga connesso ad un denaro-merce preesistente.

La cosa risulterà più chiara attraverso un semplice esempio. Supponiamo di avere il seguente sistema di grandezze di valore marxiane composto di tre settori mercantili (A, B, C):

$$\begin{aligned}
 0.4 la + 0.2 lb + La &= la \\
 0.1 la + 0.5 lb + Lb &= lb \\
 0.2 la + 0.1 lb + Lc &= lc \\
 La = Lb = Lc &= 1
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Supponiamo che sia la merce c a fungere da denaro ossia da misura dei valori. In tal caso le grandezze di valore la e lb dovranno essere espresse in quantità della merce c secondo i rapporti di scambio ricavati dal sistema. Dato che la soluzione del sistema è

$$la = 2.5, lb = 2.5, lc = 1.75$$

La funzione della merce c in quanto misura dei valori significa semplicemente che si deve fissare $lc = 1$ e quindi le altre due grandezze vengono scalate a $la = lb = 1.429$, il che vuol dire che il prezzo monetario (assoluto) di una unità di a e di una unità di b è pari a 1.429 unità della merce-denaro c , esattamente come se il sistema fosse stato scritto nella forma

$$\begin{aligned}
 0.4 la + 0.2 lb + La &= la \\
 0.1 la + 0.5 lb + Lb &= lb \\
 0.2 la + 0.1 lb + Lc &= 1 \\
 La = Lb = Lc &= 1
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

Una volta che la merce-denaro c fosse stata sostituita nelle sue funzioni di mezzo di circolazione da un semplice segno, come ad es. il denaro statale inconvertibile a corso forzoso, le tre equazioni del sistema [1] rimarrebbero tali e quali ma il sistema [2] non ci darebbe più i prezzi assoluti o meglio ce li fornirebbe solo a condizione che venga specificata un'ulteriore condizione per l'introduzione del denaro statale inconvertibile. Supponendo che il denaro statale inconvertibile venga introdotto con lo stesso nome e quindi mediante il rapporto di 1:1 rispetto al denaro-merce, il sistema [2] non si modificherebbe. Se invece il denaro statale inconvertibile fosse introdotto nella circolazione alterando il rapporto di 1:1, ad es. immettendo due unità di denaro-segno per una di denaro merce, i prezzi nominali espresso in denaro-segno dovrebbero variare raddoppiando rispetto a quelli espressi in denaro-merce al fine di mantenere inalterati i rapporti di scambio calcolati secondo il sistema [1] ossia $a = b = 1.429 c$, rapporti che possono modificarsi solo se mutano le condizioni di produzione. Quello che determina l'evoluzione temporale dei prezzi nominali (assoluti) espressi in un denaro-non merce è dunque la condizione iniziale costituita dal sistema di equazioni di produzione munito della condizione supplementare di equivalenza fra denaro-merce e denaro-segno. Senza questa condizione, che si può stabilire solo se il denaro-merce è già esistente e funzionale, non si possono avere prezzi assoluti. In termini formali, dato un sistema come [1] non si possono avere prezzi assoluti se ci si limita ad aggiungere ad esso una qualsivoglia condizione di equivalenza fra una delle tre merci e il denaro-segno senza che il sistema sia stato *preventivamente trasformato* in un sistema come [2]. Chiamando ds una unità di denaro-segno e Q_{ds} la quantità di ds ed aggiungendo al sistema [2] la seguente arbitraria condizione di sostituzione fra denaro-merce e denaro-segno data da $Q_{ds} ds = lc$, le grandezze nominali di valore del sistema [2] dopo la sua soluzione verrebbero ora *tutte* espresse in quantità di ds , vale a dire $la = lb = 1.429 Q_{ds} ds$.

Da questo dovrebbe risultare chiaro che ciò che fornisce espressione quantitativa ai valori unitari delle merci è la merce che svolge le funzioni di denaro, mentre il denaro-segno introdotto successivamente si limita ad alterare la scala su cui queste quantità vengono misurate (la funzione detta *standard dei prezzi*). E l'inflazione generale, formalmente, non è altro che il processo di continua alterazione dello standard dei prezzi.

Ammettendo che il denaro-segno inconvertibile sostituisca definitivamente il denaro-merce nelle funzioni di mezzo di circolazione e di standard dei prezzi e venga immesso

nella circolazione in quantità arbitrarie, la merce che funge(va) da denaro-merce si ridurrebbe al rango di una merce fra tutte le altre e il denaro-segno si connetterebbe alla merce-denaro soltanto attraverso l'equazione di sostituzione cioè il rapporto fra la quantità di denaro-merce e la quantità di denaro-segno che la rimpiazza nella circolazione e, circostanza ancor più notevole, tutte le successive alterazioni di questo rapporto riguarderebbero la quantità di denaro-merce come era fissata al momento della sostituzione e non la quantità di denaro-merce che sarebbe necessaria al momento presente date le condizioni di produzione attuali se ipoteticamente si ripristinasse il denaro-merce come nel sistema [1]. In parole povere, la sostituzione del denaro-merce con il denaro-segno nella sfera della circolazione implica che la funzione di misura dei valori venga espletata dal denaro-merce date le condizioni di produzione esistenti al momento della sostituzione, condizioni che vengono fissate *una volta per sempre* (a meno di ritorni al denaro-merce come mezzo di circolazione e standard dei prezzi). È questo che fa apparire come se il denaro-segno si riferisse direttamente alle merci prodotte e scambiate senza bisogno di altre mediazioni, cosa che è però completamente impossibile dal momento che il denaro-segno non è una merce, non è prodotto, non ha costo di produzione e grandezza di valore, quindi con le merci non può avere nulla di qualitativamente comune e quantitativamente misurabile.

Il sistema [2] munito dell'equazione supplementare di sostituzione $Q_{ds} ds = lc$ apparirebbe

$$\begin{aligned}
 0.4 la + 0.2 lb + La &= la \\
 0.1 la + 0.5 lb + Lb &= lb \\
 0.2 la + 0.1 lb + Lc &= lc \\
 La = Lb = Lc &= 1 \\
 lc &= Q_{ds} ds
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

Come sappiamo, in tempo di lavoro la soluzione sarebbe

$$la = 2.5, lb = 2.5, lc = 1.75$$

e nei termini del denaro-segno

$$la = lb = 1.429 Q_{ds} ds .$$

Con la continua riproduzione di un sistema come [3] l'alterazione arbitraria della grandezza Q_{ds} farebbe variare uniformemente tutti i prezzi nominali (o assoluti che dir si

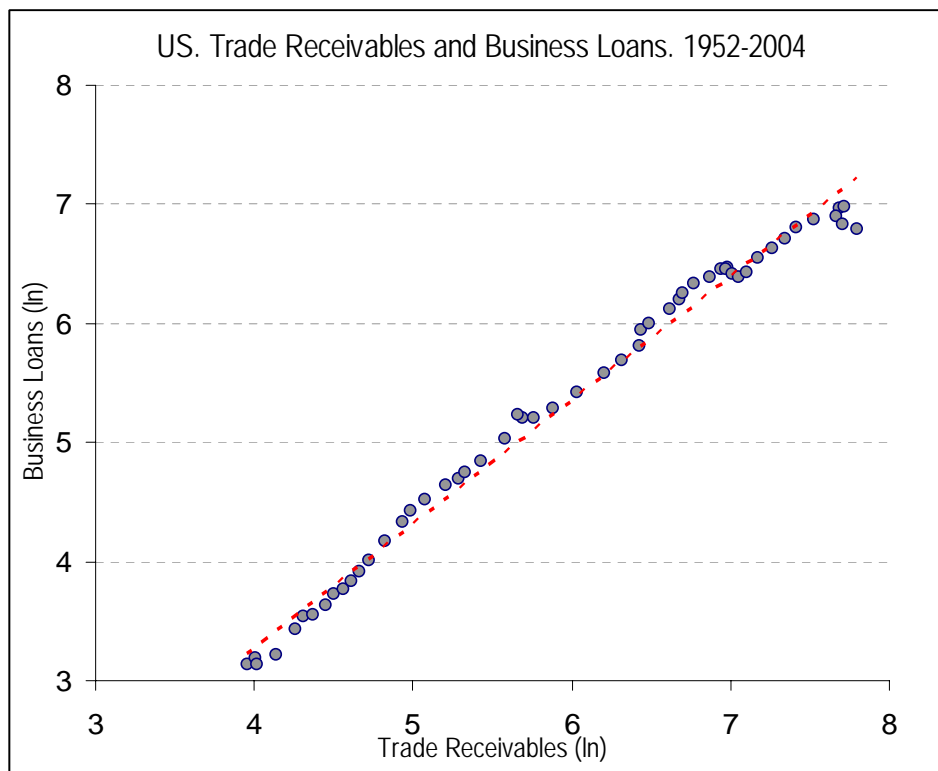
voglia) e la stessa merce-denaro, avendo anch'essa ricevuto un prezzo in denaro-segno, apparirebbe ridotta ad una merce semplice esattamente come tutte le altre. E la forma prezzo non si saprebbe più capire donde viene.

Appendice B.

Stime statistiche

I. Trade Receivables e Business Loans

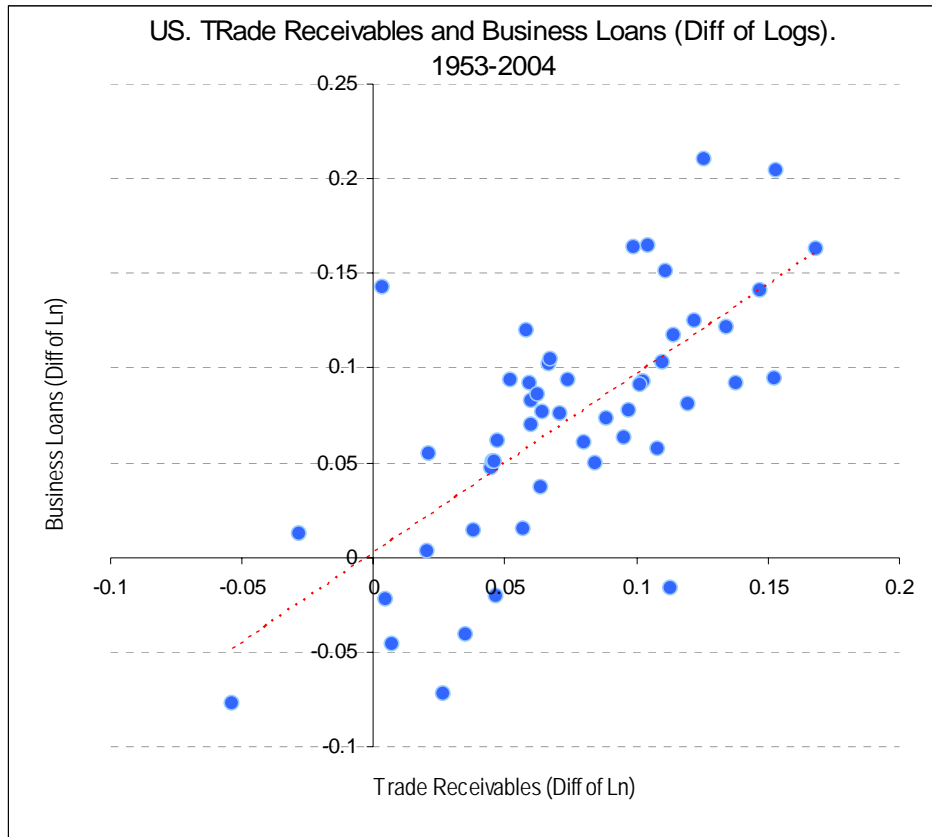
Grafico B1.
US. Trade Receivables e Business Loans (log).
1952-2004



OLS-ARMA (Grafico B1)

	0.793756 Ln Trade Receivables $_t =$ Ln Business Loans* $_t$		
[valori t]	[60.659]		
	$R^2 = 0.9984$		
	Jarque-Bera/Salmon-Kiefer	No	
	Cointegrazione	Si	

Grafico B2
 US. Trade Receivables e Business Loans (differenze Log)
 1953-2004



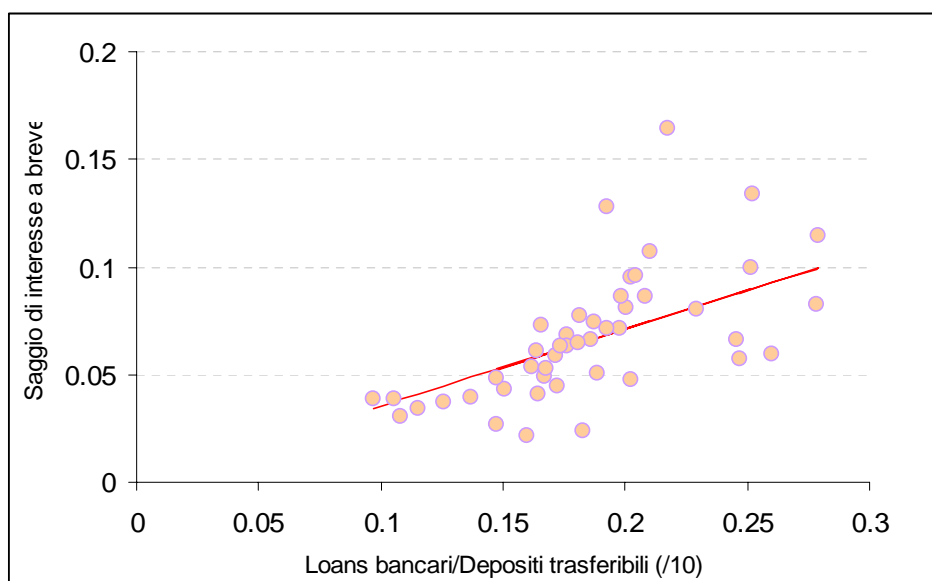
OLS - ARMA (Grafico B2)

	0.821747	Diff of Ln Trade Receivables (t)	=	Diff of Ln Business Loans*(t)
[valori t]	[7.949]			
	$R^2 = 0.5302$			
	Jarque-Bera/Salmon-Kiefer	S_i		
	Unit Root	No		

II. Saggio di interesse a breve termine e Rapporto Loans/Depositi Trasferibili

Grafico B3.

US. Saggio di Interesse a Breve e Rapporto Loans/Depositi Trasferibili
1959-2004

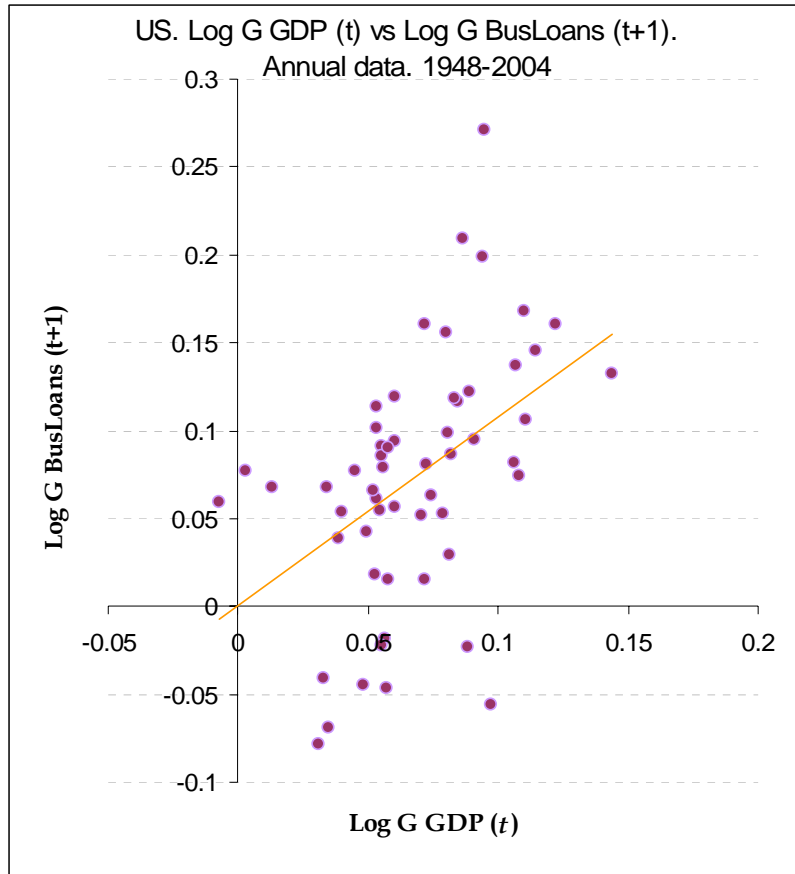


OLS-ARMA (grafico B3)

	$0.355911 (0.1 \times \text{Loans/Depositi})_t = \text{Short Term Interest Rate}^*_t$
[valori t]	[7.140]
	$R^2 = 0.7389$
	Test di Cointegrazione S_i

III. Credito a breve e PIL

Grafico B4.
G Log PIL (t) vs G Log Business Loans ($t+1$)²¹
1948-2004

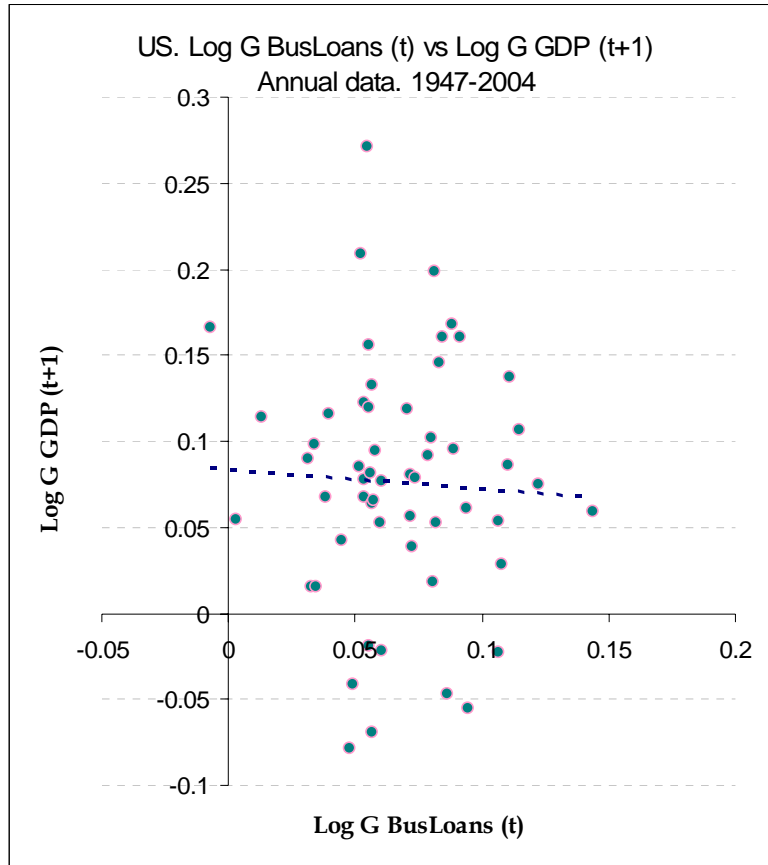


OLS (grafico B4)

	$1.07439 \text{ Log G GDP }_t = \text{Log G BusLoans}^*_{t+1}$
[valori t]	[9.358]
	$R^2 = 0.2158$
	Unit Root No
	Jarque-Bera/Salmon-Kiefer Si

²¹ La notazione Log G indica il saggio di variazione logaritmico di una variabile, ad es. $\text{Log G } Y_t = \text{Log}(Y_t / Y_{t-1})$

Grafico B5.
 Log G Business Loans (t) vs Log G PIL ($t+1$)
 1948-2004

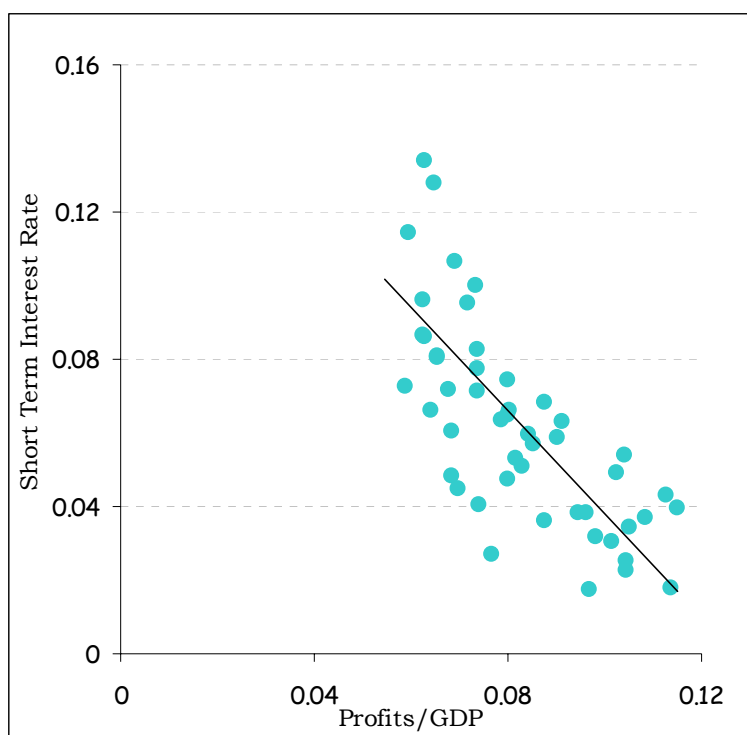


OLS (grafico B5)

	$-0.01948 \text{ Log G BusLoans }_t + 0.06876 = \text{Log G GDP}^*_{t+1}$	
[valori t]	[-0.344]	[11.764]
	$R^2 = 0.0022$	

IV. Saggio di Interesse e Margine di Profitto

Grafico B6
Saggio di Interesse a breve termine e Margine di Profitto
1954-2003

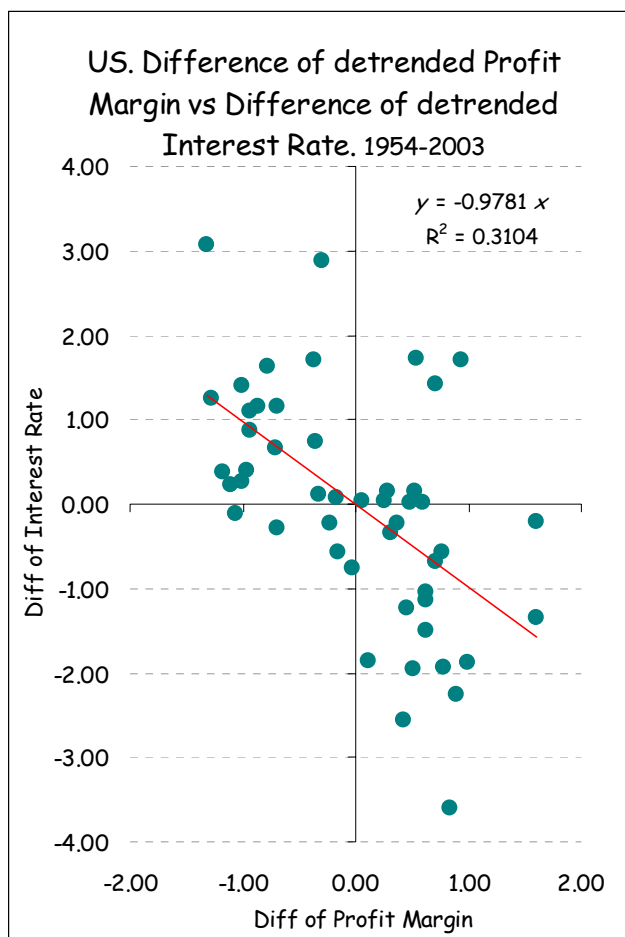


OLS (Grafico B6)

	$-1.39259 \text{ Profits/GDP}_t + 0.17748 = \text{Sh.Term Int. Rate}^*_t$	
[valori t]	[-6.83]	[9.627]
	$R^2 = 0.5571$; $adj-R^2 = 0.5479$	
	Cointegrazione ²²	<i>Si</i>
	GARCH	<i>No</i>
	Jarque-Bera/Salmon-Kiefer	<i>Si</i>
	Breusch-Pagan	<i>No</i>

²² La cointegrazione riguarda il rapporto fra la serie temporale del saggio di interesse e la serie del reciproco del margine di profitto ossia del rapporto GDP/Profitti, che naturalmente sono correlate positivamente.

Grafico B7
 Differenze del Saggio di Interesse a breve termine e del Margine di Profitto
 1954-2003



OLS (Grafico B7)

	$-0.97806 \Delta \text{Prof.Marg.}_t = \Delta \text{Sh.Term Int. Rate}^*_t$
[valori t]	[-4.654]
	$R^2 = 0.3104$; $DW = 1.845779$
	Unit Root <i>No</i>
	AR(1) <i>No</i>
	Jarque-Bera/Salmon-Kiefer <i>Si</i>

Appendice C.

Dati e Fonti

1. I dati dei grafici dall'1 al 12 sono tratti dal *Flow of Funds (FoF)* del *Federal Reserve Board Usa (FRB)*. Il saggio di interesse a breve termine nei grafici 10 e 11 è la media dei tre saggi di interesse a breve del grafico 9.
2. Nei grafici dal 12 al 19, le serie del Pil e dei profitti provengono dai *National Income and Product Accounts (NIPA)* del *Bureau of Economic Analysis Usa (BEA)*, le altre serie dal *FRB*. Il margine di profitto è il rapporto fra i profitti lordi (con *Iva* e *Cca*) delle corporation e il Pil degli Stati Uniti.
3. Le fonti dei grafici nell'*Appendice B* sono le stesse dei grafici precedenti