

Zum Kopf

Anno Accademico
2009/2010

Fließrichtung des
Blutes

Lunge

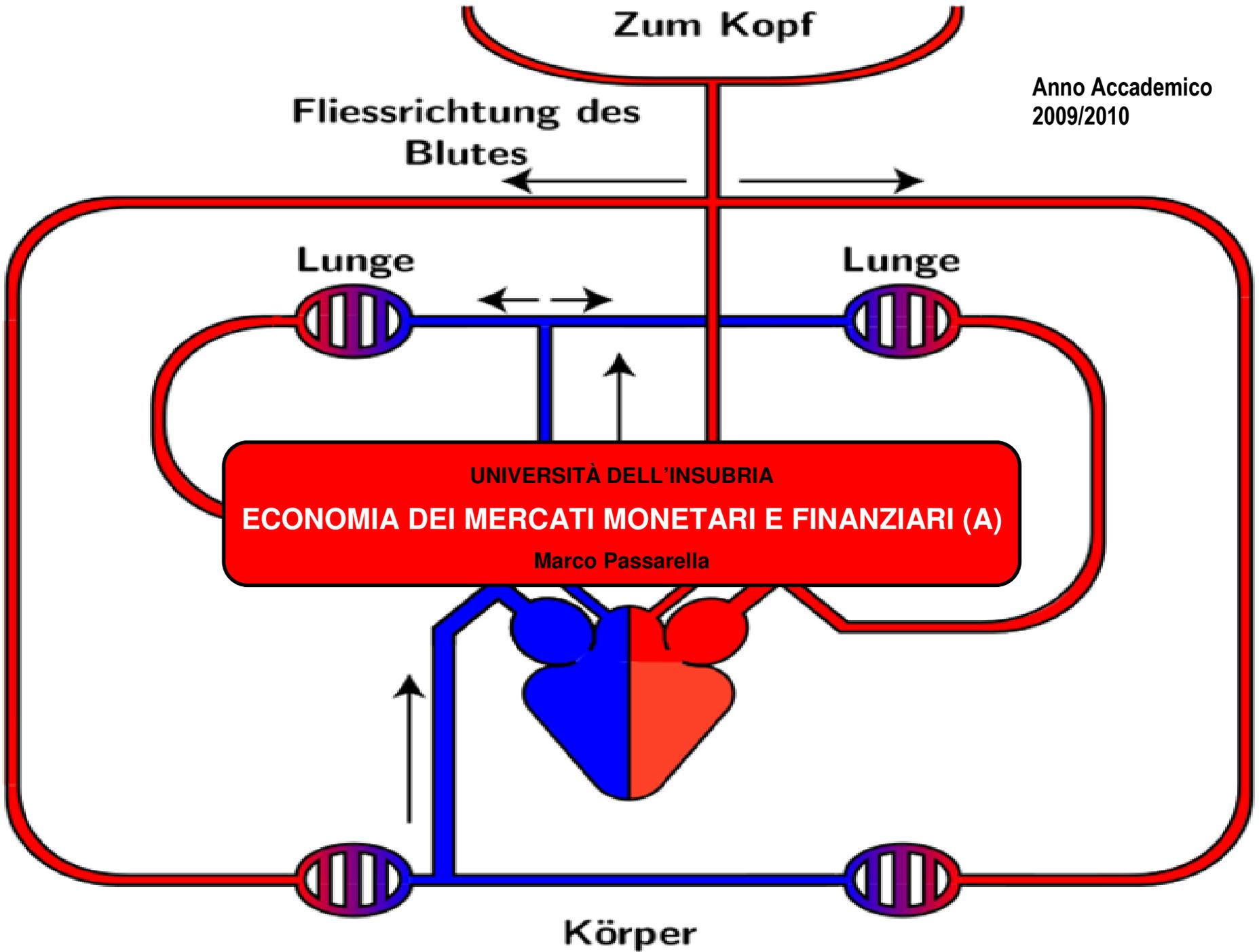
Lunge

UNIVERSITÀ DELL'INSUBRIA

ECONOMIA DEI MERCATI MONETARI E FINANZIARI (A)

Marco Passarella

Körper



Struttura del corso

- **Introduzione: circuito della moneta e mercati finanziari**
 - Natura e funzioni della moneta
 - Il circuito della moneta
 - Depositi e impieghi bancari
 - Il ruolo dei mercati finanziari (nello schema di circuito)
- **La teoria delle scelte di portafoglio**
 - Incertezza e domanda speculativa di moneta in Keynes
 - Domanda speculativa di moneta e avversione al rischio: l'analisi di Tobin
 - La moderna teoria delle scelte di portafoglio
 - Il "Capital Asset Pricing Model"
- **Innovazione finanziaria e intermediari finanziari**
 - Banche e intermediari finanziari nell'analisi di Tobin
 - Asimmetrie informative e intermediari finanziari
 - Introduzione agli strumenti finanziari derivati (futures, options, swaps)
- **Keynes, Minsky e l'ipotesi di instabilità finanziaria**
 - Il ruolo degli speculatori nella teoria di Keynes
 - L'ipotesi di instabilità finanziaria di Minsky
 - Moneta, mercati finanziari e crisi

Bibliografia

Testi di riferimento:

- Arcelli M. “L’economia monetaria e la politica dell’Unione Europea”, IX edizione, Cedam, 2007.

Altro materiale obbligatorio:

- Bertocco G. “Are banks special? A note on Tobin’s theory of financial intermediaries”, Quaderni della Facoltà di Economia, Università dell’Insubria, 5, 2006.
- Bertocco G. “The New Keynesian monetary theory: a critical analysis”, Studi Economici, 83, 2004, pp. 65-94.

Testi consigliati:

- *Prima parte:* Graziani A. “La teoria del circuito monetario”, Jaca Book, 1996.
- *Seconda parte:* Bodie Z., Kane A. e Marcus A.J. “Investments”, McGraw-Hill, 2005 (cap. 5, 6, 7, 8, 9) oppure Brealey A.R., Myers S.C. e Sandri S. “Principi di Finanza Aziendale”, McGraw-Hill, 1999 (cap. 7, 8)
- *Quarta parte:* Keynes J.M. “Teoria generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta”, Utet, 2006 (cap. 12).

Ulteriore materiale sarà reso disponibile sulla pagina web del docente

PRIMA PARTE

Introduzione: circuito della moneta e mercati finanziari

The slide features a light yellow gradient background at the top. Below the title, there are several thick, grey, wavy lines that curve across the bottom right portion of the slide, creating a decorative, fluid effect.

Cenni introduttivi



Che cos'è la TdCM ?

La TdCM costituisce il punto di approdo di una linea di ricerca avviata da Augusto Graziani già nella seconda metà degli anni settanta, ma portata a compimento soltanto nel corso del decennio successivo. Si tratta di una originale ripresa di alcuni dei luoghi più significativi di un indirizzo monetario eterodosso della storia del pensiero economico del Novecento. Il riferimento è a quella corrente sotterranea di studi che prende le mosse dalla seconda grande opera di **Wicksell**, *Interesse monetario e prezzi dei beni* (1898), e approda, con la mediazione della Scuola Svedese e dei lavori di **Hahn** e **Robertson**, alle riflessioni teoriche di **Schumpeter**, di **Kalecki** e del **Keynes** del *Trattato* (1930). Ma è all'opera di alcuni autori francesi, **Le Bourva** e soprattutto **Schmitt**, che si deve il primo tentativo di costruire una teoria macromonetaria generale, alternativa e concorrente con la dottrina tradizionale.

I capisaldi teorici dello schema di circuito sono:

- il rifiuto del cosiddetto individualismo metodologico, in favore di un'analisi che consideri esplicitamente la gerarchia e il **diverso ruolo degli agenti economici** (sulla base della differente possibilità di accesso al credito)
- l'adozione di un approccio di **analisi sequenziale**, contrapposto al modello neoclassico di equilibrio simultaneo
- il principio di **determinazione endogena della quantità di moneta** nel sistema economico
- l'idea secondo cui la **moneta ha natura creditizia** ed è costituita essenzialmente da credito bancario
- il rifiuto della teoria marginalista, in favore di una **teoria conflittuale della distribuzione** del reddito

La TdCM e le teorie contemporanee

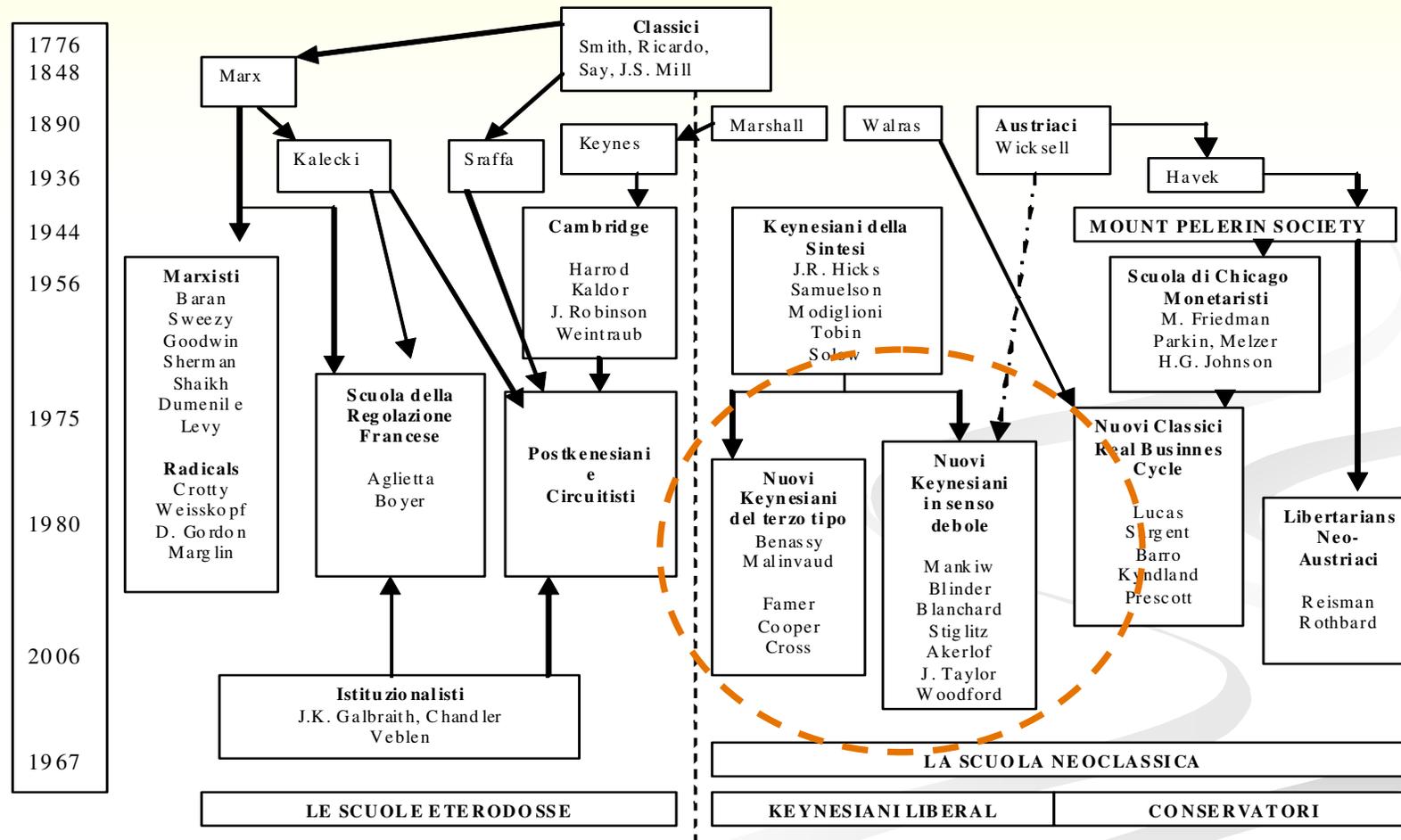
La scuola italiana della TdCM è debitrice nei confronti delle tre **scuole del circuito francesi**:

- ▶ La Scuola di Digione (B. Schmitt, A. Cencini)
- ▶ Il Gruppo di Parigi (A. Parguez), legato ai cadesi francofoni (M. Lavoie)
- ▶ Il Gruppo di Bordeaux (F. Poulon)

Si oppone alla teoria dominante di derivazione neoclassica (neo-keynesiana, monetarista e loro sviluppi successivi) e si discosta parzialmente, per l'attenzione riservata alla moneta come mezzo di pagamento, anche dall'elaborazione teorica dei post-keynesiani *inglesi* (J. Robinson, N. Kaldor, R. Kahn) e di P. Sraffa. Per le stesse ragioni, intrattiene invece rapporti molto stretti con i **post-keynesiani americani** (P. Davidson, H.P. Minsky, J. Kregel).

Si noti che sul piano epistemologico la TdCM si colloca all'interno di una **visione realista** (*storicamente determinata*) della teoria economica, contrapposta alla concezione *strumentalista* della teoria neoclassica. Non si può pensare di costruire una teoria delle economie di mercato prescindendo dalle loro caratteristiche costitutive. Il ruolo delle banche e del credito, l'irreversibilità temporale del processo, la precisa individuazione delle classi sociali e dei loro rapporti, sono tutti elementi che devono essere introdotti fin dal primo stadio dell'analisi.

Le scuole di pensiero in macroeconomia (M. Lavoie, 2004)



--- Attuale mainstream

Natura e funzioni della moneta

The slide features a light yellow gradient background at the top. Below the title, there are several thick, grey, wavy lines that flow from the right side towards the bottom left, creating a sense of movement and depth.

Le funzioni della moneta

Nei diversi sistemi economici la moneta svolge le seguenti funzioni:

- ▶ numerario e mezzo di scambio (economia mercantile)
- ▶ riserva di valore (economia mercantile con tesoreggiamento)
- ▶ **mezzo di pagamento** (economia monetaria di produzione capitalistica)

La moneta non è un semplice 'lubrificante degli scambi', come sostengono gli autori di scuola neoclassica. Né assume rilevanza soltanto in qualità di riserva di valore, come asseriscono gli autori di scuola 'keynesiana'. La moneta è anzitutto un mezzo di pagamento, lo **strumento di accesso al mercato** che consente alle imprese di acquistare i fattori produttivi e di dare avvio al processo di produzione. Per le imprese la moneta è, al contempo, fonte di profitti (potere economico) e strumento di comando sul lavoro salariato (potere politico).

La divisione in classi e la sovranità del produttore



La società è divisa in due gruppi sociali differenti e contrapposti:

► **Le imprese** che hanno accesso al credito bancario *in avvio di circuito* e dispongono perciò di una capacità d'acquisto virtualmente illimitata. Esse sono in grado di:

- acquisire il controllo dei mezzi di produzione e determinare il livello e la composizione della produzione
- acquistare la quota desiderata di prodotto e decidere in piena autonomia il livello dell'investimento

► **Le famiglie (o lavoratori salariati)** che *non* hanno accesso al credito bancario *in avvio di circuito* e sono costrette a vendere la propria capacità lavorativa in cambio di un salario in moneta che definisce il loro vincolo di spesa. Il potere d'acquisto dei lavoratori (salario reale) dipende dal livello di occupazione, dal livello del salario monetario e dal livello dei prezzi. Soltanto il **salario monetario** viene contrattato sul mercato, mentre le altre due grandezze sono decise dalle imprese in modo autonomo. In effetti, il sistema dei prezzi definisce il modo in cui il potere d'acquisto è distribuito tra i due gruppi.

Nota bene: siano p = 'essere imprenditore' e q = 'avere accesso al credito'. Sul piano **storico** la relazione tra le due proposizioni è del tipo: *se p allora q* (si pensi all'analisi di Marx del c.d. processo di accumulazione originaria). Tuttavia, sul piano **logico** la direzione del nesso causale deve essere rovesciata: *se q allora p* . Ciò che è precluso ai lavoratori non è l'accesso al credito in senso lato (si pensi al fenomeno del credito al consumo), ma l'accesso al credito *in avvio di processo*, ossia la possibilità di decidere volume e composizione della produzione (e dunque occupazione e distribuzione del reddito).

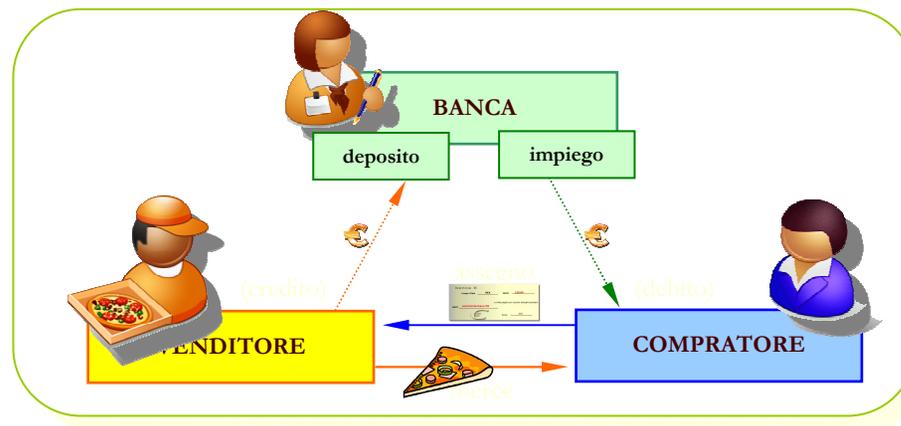
Economia di baratto ed economia monetaria

A seconda dello strumento utilizzato per regolare gli scambi, è possibile distinguere tre diversi sistemi economici:

- ▶ **economia di baratto:** le merci vengono scambiate l'una contro l'altra oppure contro una merce specifica (ad es. l'oro) che funge da intermediario generale degli scambi (**moneta merce**)
- ▶ **economia di credito:** le merci circolano grazie a semplici **promesse di pagamento bilaterali**, spontaneamente accettate dai singoli operatori (si noti che le promesse di pagamento divengono pagamento effettivo solo nel momento finale della compensazione)
- ▶ **economia monetaria:** il mezzo di pagamento è una **moneta segno** che dà luogo ad un pagamento definitivo ed è regolato in modo tale da non concedere ad alcuno dei soggetti coinvolti un privilegio di 'signoraggio'

Il credito bancario come rapporto triangolare

In una economia monetaria ogni pagamento tra due soggetti viene effettuato attraverso l'**intermediazione di un terzo soggetto**, la **banca**. Ad es. una volta consegnato l'assegno (o utilizzata una carta di debito, il c.d. "bancomat") a regolamento di uno scambio, tra i due soggetti non rimane alcun rapporto pendente. Rimangono invece in essere il debito del compratore e il credito del venditore verso la banca. Il pagamento dà così luogo ad un rapporto indiretto tra i contraenti. Si noti che la natura creditizia della moneta si estende anche alla moneta metallica e agli altri strumenti di pagamento.



Analogamente, i pagamenti fra banche vengono mediati dalla **Banca Centrale**. Le Banche Centrali di ciascuna nazione possono invece regolare i propri rapporti soltanto in due modi:

- ▶ in regime di credito, ossia mediante dilazioni di pagamento in attesa di una compensazione futura
- ▶ in regime di baratto, ossia scambiandosi oro in verghe

La creazione di moneta bancaria

Si consideri un mercato del credito perfettamente concorrenziale, nel quale le imprese ottengono il credito desiderato dietro l'impegno di pagare l'interesse corrente. Non c'è incertezza circa l'andamento futuro dei mercati monetari.

Nessun operatore razionale si indebita con la banca se non nel momento in cui deve effettuare il pagamento, per via degli interessi passivi. Nel momento del pagamento sorgono contestualmente due rapporti verso la banca:

- ▶ di debito a carico di chi effettua il pagamento
- ▶ di credito a favore di chi lo riceve

Si forma altresì una giacenza liquida presso chi ha ricevuto il pagamento. Perciò **la moneta viene creata (dalla banca) nel momento stesso in cui un pagamento viene effettuato.**

Circa l'**origine** della moneta, sono state avanzate tre ipotesi:

- ▶ La moneta come successione di perfezionamenti gradualmente (Galiani, Ferrara, Menger, Marshall)
- ▶ La **teoria statale della moneta**: la legge attribuisce *potere liberatorio* (Knapp, Keynes, Schumpeter)
- ▶ La moneta come scorta liquida contro le evenienze future in regime di proprietà privata (Heinsohn, Steiger)

Si noti che l'analisi del processo di creazione della moneta (di cui sopra) smentisce implicitamente la prima ipotesi.

Il circuito della moneta



Le fasi del circuito: l'apertura

I soggetti considerati sono tre: le **aziende di credito** che creano moneta, ma non producono merci; le **imprese** che producono merci, ma non creano moneta; e i **lavoratori salariati** che vendono sul mercato l'unica merce che possiedono, la propria forza-lavoro. Ad essi vanno aggiunti la **Banca Centrale** e il **settore pubblico** (che per il momento non consideriamo).

1. L'apertura del circuito

Le banche accordano alle imprese il finanziamento necessario ad avviare il processo produttivo. Le negoziazioni fra banche e imprese riguardano sia l'ammontare del prestito che il tasso di interesse (a breve termine). In questa fase vengono virtualmente decisi il volume della produzione e la distribuzione fra banche, imprese e lavoratori. Si noti che **il solo acquisto che le imprese come settore unico, integrato e consolidato devono effettuare, prima che la produzione abbia inizio, è quello di forza-lavoro**. Lo scambio di mezzi di produzione è infatti una transazione interna al settore delle imprese. Il finanziamento bancario (minimo) richiesto dalle imprese è dunque pari al prodotto del salario monetario contrattato con i lavoratori per il numero di lavoratori che le imprese intendono occupare.

Le fasi del circuito: la circolazione

2. La circolazione della moneta (acquisto forza-lavoro + produzione + spesa sul mercato dei beni)

Le imprese decidono in piena autonomia il numero di occupati, dunque (data le tecnica) il livello della produzione, nonché la sua composizione (i.e. la ripartizione tra beni di consumo e beni-capitale). I lavoratori possono soltanto decidere quanto risparmiare e come suddividere il risparmio tra titoli emessi dalle imprese (o dallo Stato) e scorte liquide in forma di depositi bancari (o di moneta legale).

Al termine della produzione i beni prodotti vengono acquistati in parte dalle imprese (beni-capitale per investimento) e in parte dai salariati (beni di consumo). La spesa dei salariati (per beni o titoli) torna nelle casse delle imprese e consente loro di restituire il debito alle banche. Nella misura in cui il debito bancario viene estinto, un eguale ammontare di moneta viene distrutto. Eventuali giacenze liquide in forma di depositi (al termine del circuito) rappresentano un credito dei salariati e un debito delle imprese verso le banche.

Le fasi del circuito: la chiusura

3. La chiusura del circuito

Il circuito si chiude con il rimborso del debito bancario (interessi monetari esclusi) e la distruzione della moneta inizialmente creata. Si noti che l'eventuale rinnovo del credito è equivalente ad un nuovo finanziamento.

Ancora, **la moneta sembra avere un'esistenza protratta nel tempo solo nella misura in cui si formano scorte liquide inattive** (in forma di depositi o di moneta legale), ossia quando la velocità di circolazione non è infinita.

Si noti infine che **la sola evenienza che può causare perdite di liquidità per l'insieme delle imprese è proprio la decisione dei lavoratori-risparmiatori di tesoreggiare**. In caso contrario, se i lavoratori spendono interamente il proprio reddito (per beni o per titoli) le imprese, considerate nel loro insieme, sono al riparo da perdite. Le perdite dell'una sono infatti compensate dai profitti dell'altra.

Il finanziamento della produzione e degli investimenti



► **Il finanziamento bancario della produzione (*initial finance*).** Deve coprire i costi di produzione (in particolare per salari), a prescindere dalla natura merceologica del prodotto (beni di consumo o beni-capitale). Senza tale finanziamento la produzione non può nemmeno essere avviata. Nella misura in cui tale finanziamento torna alle imprese esso può essere considerato *transitorio*. Viceversa, nella misura in cui si formano scorte liquide inattive, le imprese rimangono indebitate verso le banche ed il finanziamento diviene *permanente*. Ma non serve a finanziare gli investimenti, bensì a soddisfare il fabbisogno di liquidità degli operatori

► **Il finanziamento finale (*final finance*).** Si tratta delle somme che le imprese recuperano mediante la vendita di beni e la collocazione di titoli. Il finanziamento finale non ha la funzione di avviare il processo produttivo, ma di consentire alle imprese il rimborso del debito bancario.

► **Il finanziamento degli investimenti.** Corrisponde alle somme pagate per l'acquisto dei beni-capitale. Questi ultimi possono essere acquistati da:

- i lavoratori (o le banche), che sottoscrivono i titoli (azioni) emessi dalle imprese sul mercato finanziario;
- le imprese, che utilizzano i profitti per effettuare gli investimenti pianificati

In ambedue i casi (se i lavoratori hanno una propensione al consumo unitaria) **l'investimento viene finanziato ex post dal risparmio dei salariati** (o di altri soggetti): volontario (sottoscrizione di titoli) o forzato (extraprofitti realizzati dalle imprese sul mercato dei beni di consumo).

Depositi e impieghi bancari



La direzione del nesso causale tra impieghi e depositi bancari

Per gli autori del circuito, al pari di Schumpeter, **sono gli impieghi a creare i depositi bancari, e non viceversa.** In una economia di credito puro (senza moneta legale) è evidente che se nessuno effettua un impiego iniziale, nessun altro è in grado di effettuare un deposito. Tale principio rimane confermato anche in presenza del Tesoro dello Stato, dato che i casi possibili sono tre:

- ▶ se lo Stato effettua un pagamento servendosi di liquidità proveniente dal gettito tributario o dal collocamento dei titoli si ha un semplice trasferimento di liquidità da un deposito all'altro
- ▶ se lo Stato si indebita nei confronti della Banca Centrale siamo di nuovo di fronte ad un impiego iniziale che rende possibile la formazione di depositi
- ▶ se lo Stato emette moneta si avvale del proprio esclusivo privilegio di **signoraggio**, effettuando un pagamento definitivo mediante una semplice promessa di pagamento (un impiego a proprio favore)

Bisogna dunque concludere che banche non si limitano a trasferire mezzi di pagamento da un soggetto all'altro (la 'banca-guardaroba' di Cannan), ma **creano moneta *ex nihilo***.

Le riserve bancarie

Le banche hanno l'obbligo di detenere una riserva di moneta legale a fronte dei depositi raccolti, riserva che costituisce la base sulla quale le banche possono concedere credito. Tale riserva ha due possibili origini:

- ▶ se le banche attingono moneta legale presso la Banca Centrale le riserve nascono da un impiego di quest'ultima
- ▶ se le riserve nascono da un pagamento effettuato dal Tesoro dello Stato (a favore di qualunque soggetto) si ricade nei casi descritti in precedenza

Benché agli occhi del singolo banchiere la priorità sia la raccolta di depositi, a livello aggregato rimane perciò confermata la precedenza logica degli impieghi bancari sui depositi.

Il potenziale di credito del sistema bancario

Il potenziale di credito per il sistema bancario considerato nel suo insieme dipende dalle riserve di moneta legale, dalla percentuale di riserva obbligatoria e dalla preferenza del pubblico per la moneta legale rispetto ai depositi bancari. Le equazioni di base sono:

$$\begin{cases} Z = Z_P + Z_B \\ Z_B = rD \\ CR = Z_P + D \quad \text{[o anche: } CR = Z + D(1 - r)\text{]} \\ Z_P = \alpha(Z_P + D) \end{cases}$$

Dove Z è la quantità di riserve o moneta legale (detenuta dal pubblico Z_B e dalle banche Z_P), D sono i depositi, CR il credito, r è il coefficiente di riserva obbligatoria e α è la quota di liquidità totale che il pubblico desidera detenere in forma di moneta legale. I depositi bancari sono dunque pari a:

$$D = \frac{1 - \alpha}{\alpha + r(1 - \alpha)} \cdot Z$$

Se non vi è alcun obbligo di riserva ($r = 0$) tale espressione si riduce a:

$$D = \frac{1 - \alpha}{\alpha} \cdot Z \quad \text{e} \quad CR = \frac{1}{\alpha} \cdot Z \quad \text{con} \quad \lim_{\alpha \rightarrow 0} D(\alpha) = +\infty \quad \text{e} \quad \lim_{\alpha \rightarrow 0} CR(\alpha) = +\infty$$

Corollario: se non vi sono obblighi di riserva e se il pubblico non ha alcuna preferenza per il contante il potenziale di credito è illimitato.

Il potenziale di credito della singola banca

Il potenziale di credito della singola banca dipende dalle sue riserve di moneta legale, dal coefficiente di riserva (obbligatorio e/o libero) e dalla preferenza del pubblico per il deposito presso quella banca rispetto al deposito presso altre banche o alla detenzione di moneta legale (contante).

A parità di riserve create dalla Banca Centrale, le riserve di cui dispone la singola banca dipendono dalla sua capacità di attrarre clientela (**quota di mercato**). Anche il coefficiente di riserva libera dipenderà dalla quota di mercato della singola banca nel mercato dei depositi. Una banca che servisse la totalità della clientela non avrebbe bisogno di riserve e godrebbe di un potenziale di credito illimitato. All'opposto, una banca che servisse un solo cliente dovrebbe tenere riserve pari al 100% dei depositi raccolti. In generale, la singola impresa dovrà detenere riserve tanto maggiori quanto minore è la quota di mercato.

È per questo che per il singolo banchiere il *prius* è rappresentato dai depositi (che consentono di accrescere le riserve e, al contempo, di ridurre il coefficiente di riserva necessario). Ma a livello di sistema bancario nel suo complesso rimane confermata la priorità logica degli impieghi sui depositi.

Appendice 1

Distribuzione, prezzi e profitti

The slide features a light yellow gradient background at the top. The main title 'Appendice 1' is centered in a bold, black, serif font. Below it, the subtitle 'Distribuzione, prezzi e profitti' is centered in a bold, green, serif font. In the lower right quadrant, there are several thick, grey, wavy lines that curve upwards and to the right, creating a decorative graphic element.

Il circuito e le teorie della distribuzione

Nella storia del pensiero economico si possono individuare almeno tre diverse teorie della distribuzione:

- ▶ la **teoria marginalista**, secondo cui la remunerazione reale di ciascun fattore (compreso il 'lavoro') è legata alla sua produttività marginale
- ▶ la **teoria post-keynesiana** (J. Robinson, N. Kaldor) secondo cui le imprese decidono in piena autonomia il livello e la composizione della produzione. Date le propensioni al consumo di capitalisti e lavoratori la distribuzione del reddito è tale da garantire l'eguaglianza della domanda e dell'offerta nel mercato dei beni di consumo (risparmi = investimenti)
- ▶ la **teoria di M. Kalecki** secondo cui i capitalisti, data la posizione monopolistica di cui godono, determinano il margine di profitto sui costi (medi variabili) e dunque anche la distribuzione del reddito tra salari e profitti

I **teorici del circuito** rifiutano la teoria di matrice marginalista e adottano al suo posto una teoria molto simile a quella dei post-keynesiani e di Kalecki. In merito alla possibilità di acquisto di beni, bisogna distinguere tra:

- i lavoratori salariati che spendono per consumi soltanto nei limiti del loro reddito monetario
- le imprese che virtualmente non incontrano alcun limite di spesa. Le banche sono sempre disposte a finanziarle dato che l'acquisto di beni-capitali è una transazione interna, che non comporta mai perdite aggregate

I prezzi monetari

Supponiamo che venga prodotto un unico bene omogeneo X . L'offerta (data) in termini reali di beni è:

$$X = \pi N$$

La domanda monetaria espressa da salariati e imprese è pari a:

$$C + I = c(wN + i_b B) + bp\pi N$$

La condizione di equilibrio tra domanda e offerta espresse in termini monetari è:

$$p\pi N = c(wN + i_b B) + bp\pi N$$

Da cui si ricava il livello dei prezzi monetari:

$$p = \frac{1-s}{1-b} \cdot \left(\frac{w}{\pi} + \frac{i_b B}{\pi N} \right)$$

Si noti che:

- ▶ il livello dei prezzi non dipende dalla quantità di moneta
- ▶ il livello dei prezzi dipende dalle propensioni al risparmio e all'investimento, oltre che dai costi monetari
- ▶ ogni variazione nel livello dei prezzi produce una variazione nella quantità di moneta, data la velocità di circolazione

Il profitto lordo

Il saggio del profitto (lordo) è pari a:

$$\sigma = \frac{\pi N p - (wN + i_b B)}{wN + i_b B} = \frac{b - s}{1 - b}$$

I profitti totali lordi in termini monetari sono dati da:

$$P = \sigma(wN + i_b B) = \frac{b - s}{1 - b}(wN + i_b B)$$

I profitti totali lordi in termini reali sono invece:

$$P_r = \frac{P}{p} = \frac{b - s}{1 - s} \pi N$$

I profitti reali lordi delle imprese sono indipendenti dal tasso di rendimento dei titoli, pagato dalle stesse imprese ai sottoscrittori. Discorso diverso vale, come vedremo, per il tasso di interesse sul finanziamento bancario iniziale. Se si suppone che i lavoratori spendano interamente il proprio salario per consumi ($s = 0$) si ha:

$$P_r = bN\pi \quad \text{o} \quad P = bpN\pi = I$$

I profitti totali lordi risultano pari alla spesa delle imprese (qui solo per investimenti), giusto il principio di Kalecki secondo cui ***le imprese guadagnano ciò che spendono***.

Il profitto al netto degli interessi bancari

Il debito delle imprese verso le banche è pari all'ammontare delle giacenze liquide dei risparmiatori. Se assumiamo che le giacenze liquide siano una quota L (funzione inversa di i_b) del reddito corrente, si ha:

$$L = L(i_b) \cdot (wN + i_b B)$$

I profitti monetari netti delle imprese sono pari ai profitti lordi meno l'interesse i_l maturato sulla giacenze liquide:

$$P_n = \sigma(wN + i_b B) - i_l [L(i_b) \cdot (wN + i_b B)]$$

L'interesse sui prestiti bancari (i_l), a differenza dell'interesse pagato sui titoli emessi e collocati sul mercato finanziario (i_b), rappresenta una deduzione dai profitti lordi delle imprese.

Il settore pubblico

Le imposte non modificano le decisioni delle imprese, se queste hanno accesso illimitato al credito bancario. Il prelievo tributario è puramente nominale e non ha alcun effetto reale sulla imprese.

Anche se le imposte vengono prelevate per intero sui profitti ed il loro gettito utilizzato per corrispondere un sussidio ai lavoratori, esse non hanno alcun effetto reale sulle imprese, ma solo sulla distribuzione all'interno della classe dei **salariati**. Questi ultimi **sono gli unici a pagare le imposte in termini reali**. A meno che le imprese non modifichino autonomamente i propri piani di produzione e di spesa, il consumo reale (potenziale) dei lavoratori è *dato* e i sussidi si ripercuotono unicamente sul livello dei prezzi.

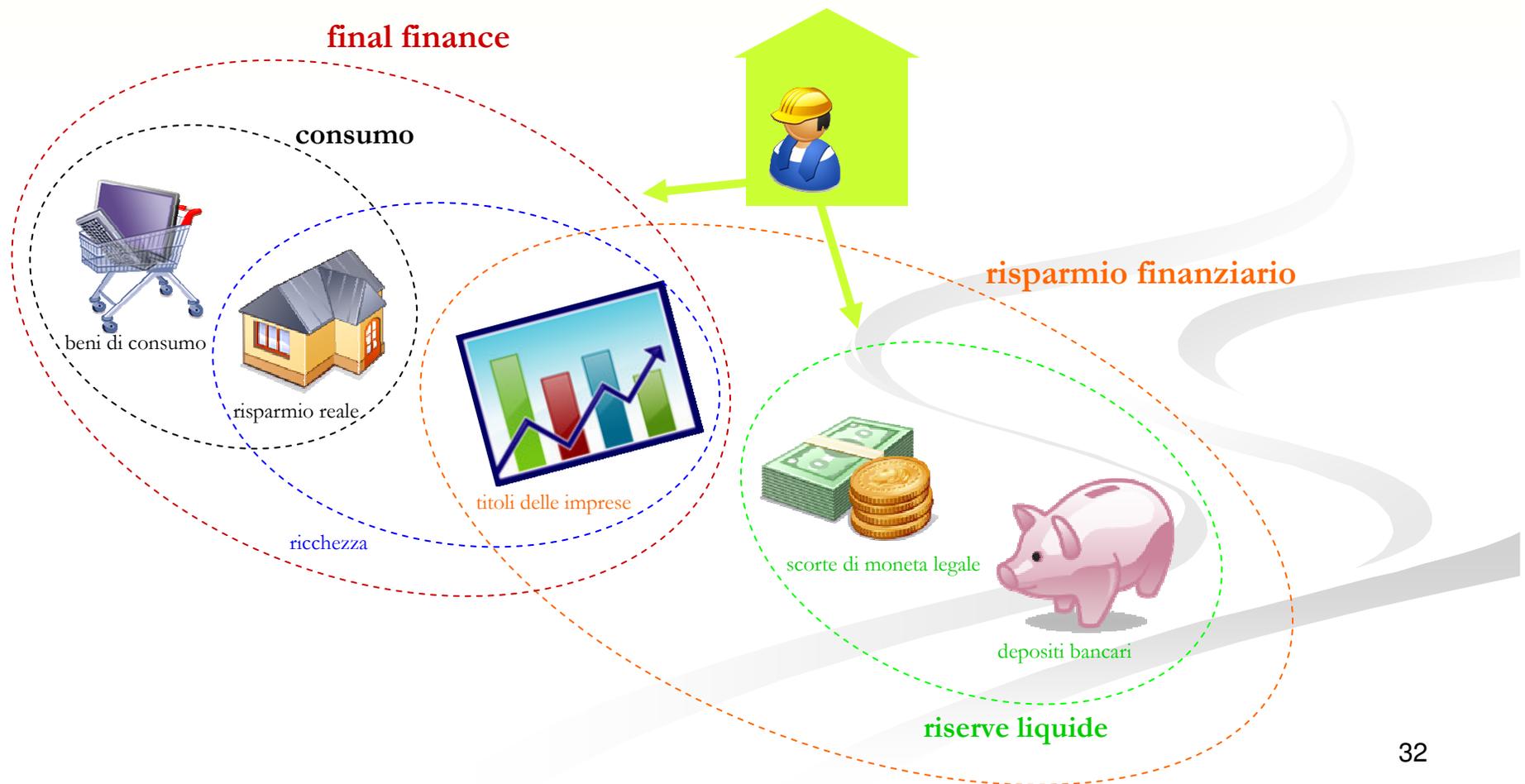
Se poi lo Stato utilizza il gettito per acquistare direttamente beni sul mercato, le imprese riusciranno comunque a realizzare i loro piani, lo Stato vi riuscirà nella misura in cui possa accrescere la spesa di pari passo con il livello dei prezzi, mentre i lavoratori vedranno ridursi i propri consumi reali.

Il ruolo dei mercati finanziari (nello schema di circuito)



Il risparmio finanziario

I titolari di redditi monetari (famiglie o salariati) suddividono il proprio reddito tra **consumo** (comprensivo del c.d. **risparmio reale**) e **risparmio finanziario**. Quest'ultimo a sua volta può assumere la forma della sottoscrizione di **titoli** emessi dalle imprese o di riserva liquida in forma di **depositi bancari** (oppure, ove presente, di **moneta legale**).



Interessi sui titoli e interessi bancari

Sul mercato finanziario banche e imprese competono per accaparrarsi i risparmi disponibili mediante la corresponsione di un interesse. È comunque lecito ipotizzare che i risparmiatori detengano sempre un certo ammontare di depositi bancari per far fronte ai pagamenti correnti. Le imprese sono dunque sempre indebitate con le banche e devono far fronte a due oneri finanziari:

- ▶ gli **interessi (a l/t) sui titoli**, che hanno luogo nel mercato finanziario e sono pagati ai sottoscrittori
- ▶ gli **interessi (a b/t) sul finanziamento**, che hanno luogo nel mercato monetario e sono pagati alle banche

I primi per l'insieme delle imprese sono oneri meramente figurativi; i secondi sono invece una 'taglia' sui profitti lordi. Se le imprese vogliono corrispondere alle banche gli interessi in moneta devono disporre di liquidità aggiuntiva proveniente da una fonte diversa dal finanziamento bancario (Stato o mercati esteri).

Se, d'altra parte, le banche (o i loro dipendenti) spendono gli interessi percepiti sul mercato dei beni vi è una (almeno parziale) compensazione di partite. In questo caso, di fatto **le imprese corrispondono alle banche interessi *in natura***. Il prodotto al netto del monte salari (sovrappiù) viene dunque ripartito tra banche e imprese sulla base di:

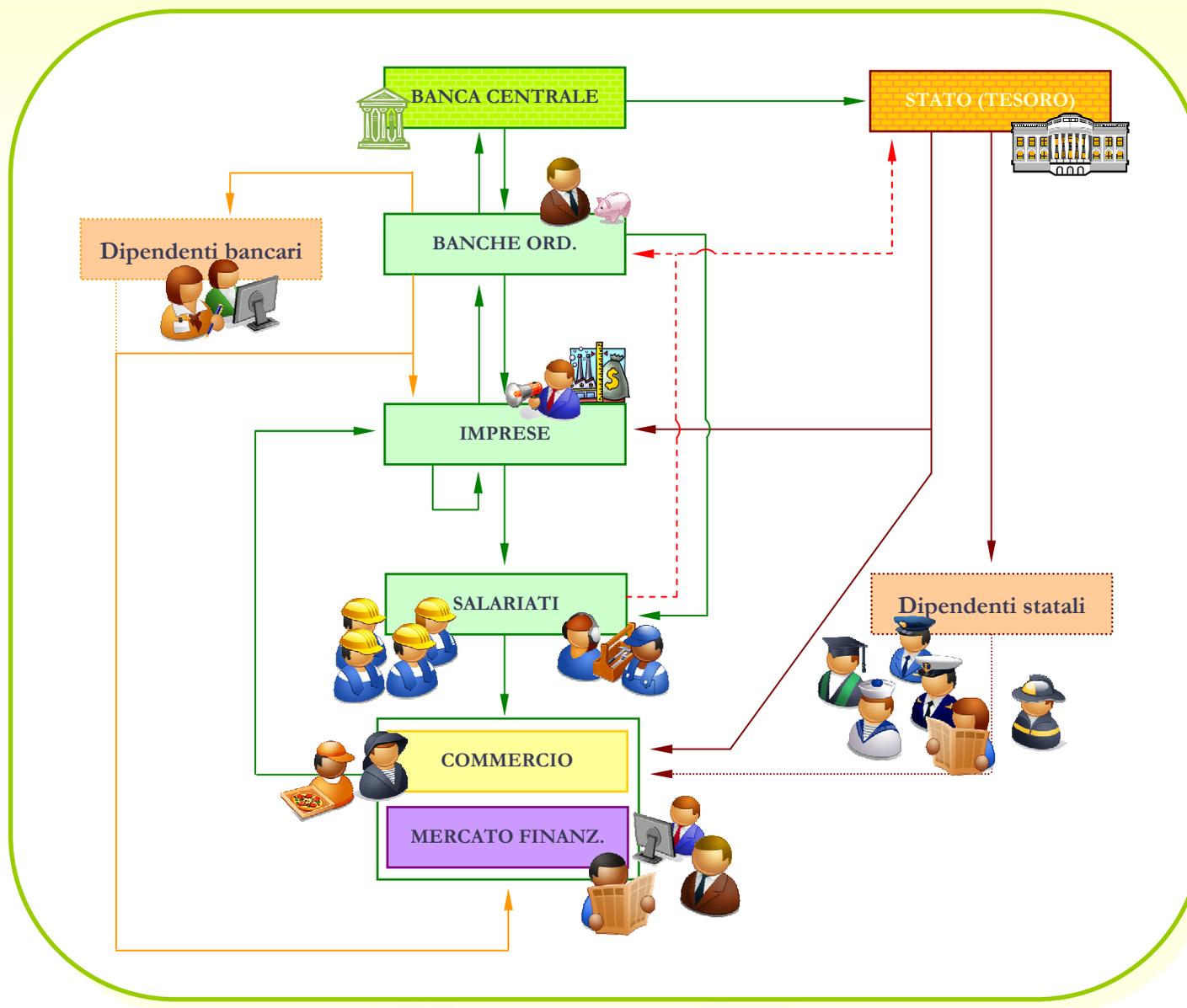
- ▶ il tasso di interesse sui prestiti praticato dalle banche
- ▶ il livello dei prezzi praticato dalle imprese

Si noti che **tassi di interesse (sul finanziamento) elevati**, lungi dal frenare la corsa dei prezzi, **possono rappresentare una fonte di inflazione** (se le imprese possono scaricare il maggior costo del denaro sui prezzi).

L'equilibrio monetario

- ▶ **Teoria dell'equilibrio economico generale:** le condizioni di equilibrio includono il pareggio di bilancio per ogni singolo soggetto, eccezion fatta per il settore pubblico la cui spesa può essere coperta da debito fruttifero (titoli del debito) e infruttifero (moneta legale)
- ▶ **Teoria del circuito monetario:** in equilibrio esiste un certo ammontare di moneta trattenuta come scorta a cui corrisponde un eguale debito delle imprese verso le banche. Definire la posizione di equilibrio significa qui definire un **livello 'normale' di indebitamento** delle imprese, ossia un livello **considerato 'accettabile' dal sistema bancario**.

Lo schema completo del circuito



Appendice 2

Oltre la TdCM: limiti e prospettive



Differenze con la teoria tradizionale

- ▶ **La natura del mercato.** Nella teoria neoclassica il mercato di concorrenza perfetta è un meccanismo democratico e meritocratico. Nella TdCM, invece, il fatto di disporre di un fattore produttivo, quale la capacità lavorativa, non garantisce l'accesso al mercato. Tale accesso è garantito dalla disponibilità di mezzi di pagamento e questa, per un lavoratore, dipende dalle decisioni delle imprese circa il livello di occupazione.
- ▶ **La ricchezza finanziaria.** La ricchezza finanziaria tenuta dai lavoratori-risparmiatori in forma di titoli o di depositi bancari non costituisce autentica ricchezza per i loro possessori considerati nel loro insieme. Per l'insieme dei lavoratori il reddito reale è *dato*, stabilito in via autonoma dalle imprese (e dalle banche).
- ▶ **Il salario reale.** Il consumo reale totale dell'insieme dei lavoratori è dato: la sovranità del consumatore neoclassica cede il posto alla sovranità del produttore. Tale conclusione non è modificata dall'esplicita considerazione dell'azione dello Stato: gli investimenti delle imprese, essendo autonomi, non sono né compressi dal prelievo fiscale né spiazzati dalla spesa pubblica. Sono i consumi dei lavoratori salariati a risultare spiazzati.
- ▶ **Il profitto d'impresa.** Il profitto è dovuto al fatto che le imprese sono in grado di decidere in piena autonomia la quota di prodotto da destinare ad investimento (ovvero sono in grado di determinare la composizione della produzione o ancora sono in grado di fissare il ricarico sui costi).
- ▶ **L'interesse.** L'interesse viene pagato alle banche sul finanziamento della produzione corrente e non ha nulla a che vedere con la produttività marginale del capitale, il risparmio o l'astinenza. L'interesse è una grandezza monetaria, il prezzo che le imprese pagano alle banche per poter disporre dei mezzi di pagamento necessari ad avviare la produzione.

La finanziarizzazione dell'economia

La finanziarizzazione, e cioè l'aumento degli impieghi finanziari su quelli produttivi, è il risultato di alcuni fattori di natura tecnica:

- ▶ **Profitti monetari.** È necessario che le imprese realizzino cospicui profitti in moneta e non soltanto in forma reale (autofinanziamento degli investimenti). Ciò accade in presenza di ampi disavanzi di bilancio del settore pubblico ovvero in presenza di squilibri di segno opposto nel bilancio delle imprese.
- ▶ **Razionamento del credito.** Nei periodi di stretta creditizia le imprese sostituiscono il debito verso le banche con il debito verso i mercati finanziari o altri intermediari. Il razionamento della quantità di moneta viene aggirato mediante un aumento della velocità di circolazione e la creazione di nuovi strumenti finanziari (quasi-moneta).

Alcune precisazioni

Lo schema del circuito presenta due aspetti critici riconducibili a:

► **Interessi bancari e profitti in moneta.** In un'economia chiusa e senza spesa pubblica, le imprese non possono ottenere dal mercato più moneta di quanta ve ne abbiano immessa. Rimane perciò esclusa la possibilità che esse possano realizzare profitti in moneta (aggregati) e pagare alle banche gli interessi sul finanziamento iniziale.

► **Dimensione contabile uni-periodale.** Una volta che si introducano due o più settori, l'ipotesi di offerta data in termini reali diviene incompatibile con quella di equalizzazione tendenziale dei saggi del profitto. In questo caso, è necessario alternativamente: o abbandonare l'ipotesi di uniformità del saggio del profitto all'interno di un modello uni-periodale; oppure rimuovere l'ipotesi di offerta data, definendo le condizioni di riproduzione dell'economia in un orizzonte logico-temporale di lungo periodo.

La conclusione principale che si può trarre dalla contabilità macroeconomica del circuito è che le economie monetarie di produzione (o economie di mercato o economie capitalistiche) hanno bisogno di un "fuori" o, meglio, di un soggetto che si indebiti, sia esso rappresentato dalle imprese stesse, dalle famiglie, dallo Stato o dal settore estero. In assenza di debito, e dunque di un flusso aggiuntivo di moneta, non si dà accumulazione monetaria.

Appendice 3

Moltiplicatori e offerta di moneta



Alcune definizioni: gli aggregati monetari in Italia (Arcelli, cap. 2)

M_0 = **circolante** (moneta ad alto potenziale, base monetaria) = moneta legale [+ a.p.c.*]

M_1 = liquidità primaria = M_0 + conti corrente (bancari e postali) [+ assegni circolari + vaglia cambiari]

M_2 = M_1 + depositi (bancari e postali) + buoni fruttiferi postali (acq. dal pubblico) [+ altro]

M_3 = M_2 + BOT (acq. dal pubblico)

* a.p.c. = attività prontamente convertibili senza costi in *nuova* moneta legale (monete metalliche + valute estere + debiti a vista della Bdl)

Base monetaria e riserve obbligatorie (Arcelli, cap. 4)

Le banche detengono un dato ammontare di base monetaria o circolante, ossia di **riserve**, presso di sé o in un conto della banca centrale.

Tra le riserve depositate presso la b.c. vi è la **riserva obbligatoria**, pari ad una certa percentuale dei depositi raccolti (in genere, nell'ordine del 2%).

Più che una garanzia a tutela dei depositanti la percentuale di riserva obbligatoria è considerata uno strumento di politica monetaria. Un suo aumento riduce (o quantomeno scoraggia) l'erogazione di credito da parte del sistema bancario, mentre una sua riduzione lo incentiva.

Il moltiplicatore dei depositi

Ipotesi: 1) il pubblico non detiene circolante ($\alpha = 0$); 2) la base monetaria (Z) è interamente destinata a riserva (r); 3) esiste sempre una domanda *adeguata* di depositi (D). Allora:

$$Z = rD$$

Da cui:

$$D = \frac{1}{r} \cdot Z \quad (\text{livello potenziale dei depositi})$$

E quindi, considerando una variazione della base monetaria (Z), si ottiene:

$$\Delta D = \frac{1}{r} \cdot \Delta Z$$

L'incremento dei depositi è un multiplo dell'incremento della base monetaria. Il moltiplicatore è tanto maggiore, quanto minore è il coefficiente di riserva obbligatoria (r). Attualmente nell'UE questo è pari circa al 2%, sicché il valore del moltiplicatore è pari a 50.

[Nota che tale modello si ottiene da quello di p. 23, in cui se $\alpha = 0$ allora $Z_p = 0$ e dunque $Z = Z_B = rD$, e cioè proprio le ipotesi qui adottate]

Il moltiplicatore del credito

Il credito è pari ai depositi meno le riserve obbligatorie:

$$CR = D - rD \quad \text{ma qui, per ipotesi, } rD = Z$$

$$CR = D - Z$$

Da cui:

$$CR = \frac{1-r}{r} \cdot Z \quad (\text{livello potenziale del credito}) \quad (\text{se } r = 0,02 \Rightarrow \text{moltiplicatore} = 49)$$

Che misura l'ammontare del credito fornito dal sistema bancario in corrispondenza di una certa base monetaria (Z).

Se la preferenza per il circolante del pubblico è non nulla, i due moltiplicatori sono minori. Anche le banche possono decidere di trattenere riserve oltre la percentuale obbligatoria, riducendo il valore dei moltiplicatori. Più il pubblico e le banche desiderano detenere circolante, minore è il processo di moltiplicazione.

[Nota che cambia la definizione di **credito** rispetto a quella di p. 23. Per i teorici del circuito, infatti, anche la base monetaria ha natura creditizia, per cui: $CR = Z_p + D = Z + D(1 - r)$]

Riserve libere e preferenza per il circolante

Si consideri ora la possibilità che le banche detengano riserve oltre la percentuale obbligatoria (r), ossia riserve *libere*, e che la propensione del pubblico a detenere circolante (qui definita come $\alpha = Z_p / D$) sia maggiore di zero. L'ammontare di depositi è ora pari a:

$$Z = Z_B + Z_P = (r + r')D + \alpha D \Rightarrow \boxed{D = \frac{1}{\alpha + r + r'} \cdot Z}$$

Mentre il credito erogato dal sistema bancario ammonta ora a:

$$CR = D - (r + r')D \Rightarrow \boxed{CR = \frac{1 - r - r'}{\alpha + r + r'} \cdot Z}$$

Il coefficiente di riserva libera (r') dipenderà in modo diretto dal costo di rifinanziamento e in modo inverso dal costo opportunità (tasso *overnight*) per le banche di detenere liquidità e dal tasso sui prestiti. Similmente la preferenza del pubblico per il circolante (α) dipenderà inversamente dal tasso sui depositi bancari.

Conclusione: i moltiplicatori sono determinati dalle azioni combinate di pubblico, banche e banca centrale, sicché il loro valore non è determinabile a priori (se non si introducono ipotesi forti, come, ad esempio $r' = \alpha = 0$ e $r = \text{dato}$).

Depositi, credito e offerta moneta (Arcelli, cap. 5)

L'offerta di moneta (M) è data dalla somma del circolante presso il pubblico (Z_p) e dei depositi bancari (D):

$$M = Z_p + D$$

Ma:

$$Z_p = \alpha D \quad \text{e} \quad D = \frac{1}{\alpha + r + r'} \cdot Z$$

Da cui segue che:

$$\boxed{M = \frac{1 + \alpha}{\alpha + r + r'} \cdot Z} \quad \text{e siccome} \quad Z = \frac{\alpha + r + r'}{r + r'} \cdot Z_B \Rightarrow \boxed{M = \frac{1 + \alpha}{r + r'} \cdot Z_B}$$

Che esprime la quantità di moneta offerta (grosso modo M_2) in funzione, rispettivamente, della base monetaria totale (Z) e delle riserve bancarie (Z_B). L'offerta di moneta è funzione decrescente di tutti e tre i parametri considerati. Tali parametri, a loro volta, sono funzione del tasso sul credito, del tasso sui depositi e del tasso ufficiale di rifinanziamento. In particolare:

$$M = M(Z, i_D^+, i_{CR}^+, i_{UFF}^-, r'^-)$$

Due approcci all'offerta di moneta

Lo stock o offerta di moneta viene determinato da numerosi fattori, alcuni sotto il pieno controllo della banca centrale (coefficiente di riserva obbligatoria, tasso ufficiale di rifinanziamento), altri comunque controllabili (base monetaria), altri ancora dipendenti invece dal comportamento di banche e pubblico.

Secondo l'**approccio tradizionale (monetarista)** l'offerta di moneta è sotto il controllo delle autorità monetarie, mentre la domanda di moneta è stabile e tende ad adeguarsi all'offerta. Ciò significa che gli effetti di una variazione di i_{CR} e i_D su r' e α sono giudicati trascurabili. La banca centrale è dunque in grado di controllare gli aggregati monetari.

Al contrario, secondo l'**approccio post-keynesiano** (simile all'approccio circuitista) la quantità di moneta è endogena (determinata dalla domanda degli operatori economici) e fuori dal controllo delle autorità monetarie. Detto diversamente, le variazioni di r' e α in risposta a variazioni di i_{CR} e i_D sono rilevanti. La moneta è solo una delle possibili attività finanziarie e le scelte di portafoglio del pubblico e delle banche, su cui si innestano le decisioni degli intermediari finanziari, modificano i valori di r' e α e dunque l'offerta di moneta (nonché la sua velocità di circolazione).