

## **Prima lezione**

### **Quella creativa di una banca**

**Sergio Cesaratto**

#### **Draft incompleto**

Se voi aprite un libro di testo di economia è molto probabile che troviate l'affermazione che il ruolo delle banche è di "intermediare il risparmio", ovvero raccogliere i depositi dei risparmiatori per prestarli a imprese e famiglie. Questo è presentato come un compito importantissimo perché la rinuncia a spendere di alcune famiglie consente alle imprese di finanziare gli investimenti produttivi delle aziende, o ad altre famiglie di effettuare spese impegnative, come una nuova abitazione o una nuova automobile. Questa teoria è nota come "teoria dei fondi prestabili". *Prof, deve però riconoscere che questa teoria è di grande appeal per il buon senso!* Certamente, e qui il lavoro copernicano si fa duro, ma lei mi darà una mano. Dovremo dimostrare che le banche non devono raccogliere risparmio prima di prestare denaro, ma esse creano questo denaro ex nihilo. Seguitemi con pazienza.

#### **1.1. La gerarchia delle monete**

Il potere è gerarchico, figuriamoci l'espressione massima del potere, cioè la moneta. Vediamo perché. Laddove c'è sufficiente fiducia e la situazione economica è piuttosto stabile le imprese possono effettuare molti pagamenti fra loro emettendo dei "pagherò", delle promesse di pagamento. In tal modo possono per esempio approvvigionarsi di beni intermedi, saldando il conto in moneta legale una volta venduto il prodotto finale. Il venditore dei beni intermedi può a sua volta "girare" il pagherò per effettuare a sua volta altri acquisti, o cederlo a una banca in cambio di moneta – un'operazione nota come sconto di un effetto cambiario. Quel pagherò è una forma di moneta "spontanea". Naturalmente ci sono dei limiti alla circolazione dei pagherò la cui solidità dipende dalla solvibilità, onestà ed anche notorietà di chi li ha emessi. Ci fideremmo di essere pagati con un pagherò emesso da un soggetto a noi sconosciuto? Evidentemente no. Un tempo a Roma molte famiglie tenevano un conto dal droghiere per cui gli acquisti giornalieri davano luogo a una promessa di pagamento effettuata in verità oralmente: "segni" diceva la casalinga o la vecchina, e il "pizzicarolo" segnava con una mezza matita spuntata su un quadernetto in po' unto. A fine mese si saldava. Difficilmente, tuttavia, il droghiere poteva approvvigionarsi di salame e mortadella mostrando il quaderno col conto della signora Pina. In

pratica, infatti, la maggior parte delle transazioni fra soggetti privati sono effettuate con moneta legale emessa da un “ente superiore”, per esempio le banconote emesse dalla banca centrale (vedremo come), o con “moneta bancaria”, per esempio i bonifici con cui trasferiamo soldi dal nostro deposito a quello di terze persone. Tutti ci fidiamo di esser pagati con banconote o con un bonifico, proprio perché c’è la garanzia di un ente terzo, la banca centrale o il sistema bancario. Vedremo che le banche per effettuare i pagamenti fra di loro usano una moneta emessa dall’ente a loro superiore, la banca centrale, e questa moneta particolare si chiama “riserva bancaria”. Per gli scambi fra soggetti a livello internazionale si usa spesso una moneta di cui tutti si fidano, tipicamente (sinora) il dollaro. *Può riassumere per favore?* Sì. Tutti i soggetti usano una moneta emessa da un ente superiore di cui entrambe le parti di una transazione si fidano: i comuni mortali quando scambiano fra di loro usano contante (banconote emesse dalla banca centrale) o moneta bancaria (emessa dalle banche); le banche usano le riserve bancarie (emesse dalla banca centrale); a livello internazionale le transazioni sono effettuate principalmente in dollari (emessi dalla zio Sam). *Prof, ho capito fino a un certo punto.* Abbia pazienza, intanto registri questa gerarchia delle monete, ora vediamo più operativamente.

Come funzionano i pagamenti in banconote lo sappiamo. Ma che succede quando dal computer di casa ordiniamo un bonifico dalla nostra banca al conto di un altro soggetto presso un altro istituto di credito? Possiamo pensare che un furgone portavalori trasferisca banconote dalla nostra banca a quella del beneficiario del nostro bonifico. O forse che le due banche regolino per telefono i loro pagamenti reciproci. Forse un tempo era così. Ora tutto viene regolato su un sistema elettronico dei pagamenti, una piattaforma elettronica su cui viaggiano i nostri pagamenti che nella eurozona è chiamata TARGET2. Ad essa dedicheremo un’intera lezione per i suoi risvolti economici, ma ora ci riguarda solo per aspetti più tecnici.

Per arrivare a come funziona TARGET2 dobbiamo impadronirci di un piccolo strumento tecnico, un piccolo bilancio di una banca.

**Cartalismo.** La cosiddetta *Modern money theory* (MMT) sottolinea la natura di “promessa di pagamento” della moneta (*IOU – I own you* in inglese). La moneta non ha infatti un valore in sé (non è una merce con un valore intrinseco). Di cosa consiste questa promessa. Il ragionamento dell’MMT, che ha radici in autori più antichi incluso Keynes (questa tradizione si chiama cartalismo), muove dalla definizione della moneta come creatura dello stato: è quest’ultimo che sancisce che i prezzi e i contratti commerciali siano fissati in una certa unità di conto, e che la emette. Tutti accettano la moneta emessa dallo stato per i propri pagamenti, direttamente o indirettamente attraverso gli scambi con altri soggetti privati, in quanto esso promette di accettarla a sua volta per il pagamento delle imposte (che, com’è noto, è una delle due cose a cui nella vita non si sfugge). La moneta emessa dallo stato (vedremo: riserve e banconote), e in particolare dalla banca centrale, risiede in cima alla gerarchia delle monete. Le altre monete vivono di gloria riflessa, cioè riflettono

la promessa originaria: essendo convertibili in moneta dello stato esse possono essere utilizzate per pagare le imposte.

“La creazione di denaro nell'economia è un processo gerarchico. Poiché il denaro è una cambiale, piuttosto che una merce, chiunque può creare denaro emettendo una cambiale [I own you]... . Ma non tutte le cambiali godono dello stesso livello di accettabilità. Disponiamo quindi i vari settori dell'economia in una piramide basata sul livello di accettabilità delle loro passività. Le passività dello Stato (moneta e riserve) occupano il livello superiore, mentre il "denaro" delle banche (banconote e depositi) è al di sotto del "denaro" dello Stato. Le passività di altre istituzioni finanziarie sono al di sotto del "denaro bancario" nella piramide, spesso pagabili in depositi bancari. Ancora più in basso troviamo le passività delle istituzioni non finanziarie. E in fondo potremmo trovare le cambiali delle famiglie, di nuovo normalmente pagabili in obbligazioni delle istituzioni finanziarie.

Mentre le famiglie possono emettere cambiali, devono far accettare le loro cambiali dalle banche e da altre entità finanziarie per avere accesso al denaro delle banche e, attraverso questo, al denaro dello stato. Lo stesso vale per le imprese. Anche se le imprese possono vendere le loro cambiali, come obbligazioni e carta commerciale alle famiglie, questo processo è intermediato da un'impresa finanziaria, come una banca d'investimento, che può collocarle sul mercato. La banca d'investimento, a sua volta, spesso richiede l'accesso al credito bancario per poter immagazzinare quei titoli.

Le banche hanno più facilità a trovare accettatori per le loro passività, in parte perché milioni di famiglie e imprese devono pagamenti alle banche. ... lo stato stesso gioca un ruolo importante nel rendere speciali le cambiali bancarie. In primo luogo, la Fed sta dietro alle banche per assicurare la loro accettabilità alla pari, rendendo i depositi di una piccola banca del Midwest buoni come quelli della Bank of America. In secondo luogo, accettiamo le cambiali bancarie come quasi equivalenti a quelle dello Stato perché le banche promettono di convertire le loro passività in quelle dello Stato alla pari. Ma tale promessa non sarebbe sufficientemente credibile senza il sostegno del governo attraverso l'assicurazione dei depositi. ...

Un governo sovrano, secondo la MMT, occupa il livello superiore della piramide monetaria. È facile per esso trovare degli accettatori, perché molti di noi gli devono dei pagamenti. La MMT ha sottolineato l'importanza delle tasse, in particolare, nel guidare la domanda per le cambiali dello stato nel periodo moderno” (Nersisyan e Wray 2016, pp. 1302-1303).

[T]he creation of money in the economy is a hierarchical process. Since money is an IOU, rather than a commodity, anyone can create money by issuing an IOU... . But not everyone's IOU enjoys the same level of acceptability. We thus arrange the various sectors of the economy into a pyramid based on the level of acceptability of their liabilities. The state's liabilities (currency and reserves) occupy the top tier, while bank 'money' (notes and deposits) is below the state's 'money'. The liabilities of other financial institution are below 'bank money' in the pyramid, often payable in bank deposits. Lower still, we find the liabilities of non-financial institutions. And at the bottom we might find the IOUs of households—again normally payable in the obligations of financial institutions.

While households can issue IOUs, they must get their IOUs accepted by banks and other financial entities to obtain access to bank money and, through that, state money. The same applies to firms. Even though firms can sell their IOUs, such as bonds and commercial paper to households, this process is intermediated by a financial firm, such as an investment bank, that may place them into the market. The investment bank, in turn, often requires access to bank credit to be able to warehouse those securities.

Banks have an easier time finding acceptors for their liabilities, partially because millions of households and firms owe payments to banks. ... the state itself plays an important role in making bank IOUs special. First, the Fed stands behind banks to ensure par clearing, making the deposits of a small midwestern bank as good as those of the Bank of America. Second, we accept bank IOUs as nearly equivalent to those of the state because banks promise to convert their liabilities into the state's at par. But such a promise would not be sufficiently credible without backing from the government through deposit insurance. ...

A sovereign government, according to MMT, occupies the top tier of the money pyramid. It is easy for it to find acceptors, because many of us owe payments to it. MMT has emphasised the importance of taxes, in particular, in driving demand for the state's IOUs in the modern period.

(Nersisyan and Wray 2016, pp. 1302-1303).

## 1.2. La banca sotto casa

Cominciamo con il bilancio semplificato di una banca. Come ciascuno sa, un bilancio ha l'attivo a sinistra e il passivo a destra.

L'attivo include tutte le entità di valore che la banca possiede. Nell'esempio della tavola 1.1 la banca ha 50 euro di moneta emessa dalla banca centrale sotto forma di depositi (o riserve) presso la banca centrale e di contante nei suoi bancomat. I prestiti che la banca ha concesso ai consumatori e alle imprese, che sono la voce più grande per la maggior parte delle banche, sono anche un attivo, 600 euro in questo caso. La banca detiene anche titoli, come titoli di stato o titoli garantiti da ipoteca, per un valore di 350 euro. Un vero bilancio bancario avrebbe altre voci più piccole, tra cui edifici e attrezzature aziendali.

Bilancio semplificato di una banca tipica			
<i>Assets</i>		<i>Liabilities</i>	
Riserve (cash)	50	Depositi	700
Prestiti alla clientela	600	Prestiti contratti	200
Titoli	350		
		Capitale proprio	100
Totale	1000	Totale	1000

*Tavola 1.1 – Il bilancio di Banca Solvente*

Le passività della banca includono tutte le grandezze che essa deve ad altri. I depositi di famiglie e imprese sono la categoria più grande per la maggior parte delle banche, nell'esempio 700 euro. Le banche prendono anche in prestito fondi da altri creditori, per esempio, vendendo obbligazioni e attraverso i mercati interbancari a breve termine, qui per 200 euro. Fra le passività compare infine il capitale di una banca, ovvero quello che la banca deve ai proprietari.

Definiamo il capitale della banca, che rappresenta la partecipazione degli azionisti nella banca, come il totale delle attività meno il totale delle passività. Questa banca ha un capitale pari ad

appena il 10% delle attività, il che è tipico del settore bancario. Diciamo che una banca con un basso rapporto tra capitale e attività ha un alto grado di *leverage*.

Da queste definizioni è chiaro che qualsiasi perdita di valore delle attività della banca, mentre le sue passività rimangono invariate, ridurrà il capitale di una banca. Le ragioni più comuni per una perdita di valore delle attività sono il mancato rimborso completo dei prestiti da parte dei mutuatari (rischio di credito) e la diminuzione del prezzo di mercato dei titoli che la banca possiede (rischio di mercato). Se le perdite sono abbastanza grandi, il capitale scende a zero o sotto, e la banca fallisce. Il termine tecnico per il fallimento bancario è insolvenza. Per questo il *leverage* viene regolato dalle autorità in maniera tale che non possa salire oltre un certo livello, o in altre parole in maniera tale che una banca abbia abbastanza capitale proprio che funga da cuscinetto in caso di perdite senza incorrere in insolvenze, ovvero l'incapacità della banca di restituire parte delle passività. Anche l'insolvenza è molto regolata sì da garantire almeno i piccoli risparmiatori.

Per esempio i seguenti bilanci (tabella 2) prima e dopo mostrano cosa succede alla nostra banca semplificata quando i titoli che possiede diminuiscono di valore di 100 euro. Dopo la perdita, le attività della banca sono scese a soli 900 dollari, mentre le sue passività di 900 dollari rimangono invariate. Il suo capitale - attività meno passività - è sceso a zero. È insolvente.

Bilancio prima della perdita di 100€			
<i>Assets</i>		<i>Liabilities</i>	
Riserve (cash)	50	Depositi	700
Prestiti alla clientela	600	Prestiti contratti	200
Titoli	350	Capitale proprio	100
Totale	1000	Totale	1000
Bilancio dopo la perdita di 100€			
<i>Assets</i>		<i>Liabilities</i>	
Riserve (cash)	50	Depositi	700
Prestiti alla clientela	600	Prestiti contratti	200
Titoli	<b>250</b>	Capitale proprio	<b>0</b>
Totale	<b>900</b>	Totale	<b>900</b>

Tavola 1.2 – Il bilancio di Banca Insolvente

Beh, ora lasciamo la nostra Banca Insolvente al suo destino e semplifichiamo ancor di più il suo bilancio lasciando i solo prestiti nell'attivo e i depositi nel passivo.

### 1.3. Sistemi di pagamento (Paolo e Francesca)

Supponiamo ora che Paola che ha un deposito presso la *Banca Onesta* intenda fare un bonifico a favore di Francesco che ha il proprio conto presso la *Banca Viva*. Un tempo se fossimo stati nel Far West, la diligenza di *Onde Rosse* avrebbe portato dollari da *Banca Onesta* a *Banca Viva*. Si può supporre che ora tutto viaggi in rete. Le due banche potrebbero inoltre avere una contabilità reciproca, e a fine giornata regolare il netto. Le banche sono però molte, per cui nei moderni sistemi la gestione dei flussi di pagamento viene affidata alla banca centrale – sebbene esistano anche sistemi gestiti da privati. Nei fatti tutte le banche commerciali hanno un proprio conto corrente presso la banca centrale dove detengono le famose “riserve bancarie”. Queste sono una moneta che esiste e circola solo in questi conti, detti “conti di riserva e regolamento” – anche se le banche possono trasformare su richiesta le riserve in banconote. Il trasferimento del nostro denaro quando effettuiamo un bonifico (o paghiamo con carta di credito) avviene col trasferimento di “riserve” dal conto di riserva della nostra banca al conto di riserva della banca del beneficiario del pagamento. *E ovviamente prof questo passaggio interbancario di riserve non è richiesto se Paolo e Francesca hanno il proprio deposito presso il medesimo istituto bancario.* Sì, chiaro. In questo caso la banca fa “tutto in casa”.

Chi ha seguito nello scorso decennio le vicende della crisi europea sa che il famoso TARGET2 è la piattaforma elettronica che gestisce questi pagamenti. Dedicheremo un'intera lezione a TARGET2 (acronimo di *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System.*).

Le banche devono dunque detenere “riserve” nel proprio conto per poter effettuare i pagamenti che noi ordiniamo. In alcuni sistemi v'è anche l'obbligo *aggiuntivo*, regolato dalla banca centrale, di detenere un ammontare di riserve commisurato all'ammontare dei depositi. Per esempio nell'UME v'è l'obbligo delle riserve obbligatorie (1% dei depositi a vista), ma non nel Regno Unito e **negli Stati Uniti**. Vedremo come tale obbligo sia legato alla gestione della politica monetaria piuttosto che al sistema dei pagamenti.

*Quindi prof le banche deterrebbero riserve anche se non vi fosse l'imposizione della riserva obbligatoria?* Sì, è così. Le banche necessitano di riserve per effettuare i nostri pagamenti e continuamente perdono e ricevono riserve. Comunque visto che l'Italia appartiene all'eurozona

noi assumiamo che le banche siano obbligate a detenere un euro di riserva a fronte di cento euro di depositi – ovvero una coefficiente di riserva obbligatoria attualmente dell’1%.

La regolazione dei pagamenti interbancari attraverso la movimentazione delle riserve risponde al principio visto nella sezione 1.1, per cui il pagamento fra due soggetti avviene in una moneta emessa da un terzo soggetto a loro “superiore”: fra due soggetti privati (Paolo e Francesca) il pagamento avviene con un trasferimento di depositi bancari o in banconote; fra due banche in moneta emessa dalla banca centrale, vale a dire col trasferimento di riserve che sono un mezzo di pagamento emesso dalla banca centrale e che circola fra i “conti di riserva e regolamento” delle banche commerciali. Riserve e banconote emesse dalla banca centrale hanno svariati nomi: base monetaria, *base money*, moneta ad alto potenziale. Noi spesso la chiameremo liquidità emessa dalla banca centrale.

Osserviamo la tavola 1.1.

		Banca d'Italia			
			-100 R (MPS)		
			+100 R		
			(Unicredit)		
MPS				UNICREDIT	
-100 R	-100 D			+100 R	+100 D
	(Paolo)				(Francesca)
<i>legenda: R riserve bancarie; D depositi bancari</i>					

Tavola 1.3 – Paolo trasferisce 100 euro a Francesca

Paolo ha il conto presso il MPS e Francesca presso UniCredit. Paolo ordina un pagamento a Francesca di 100 euro. Quindi MPS cancella 100 euro dal conto di Paolo (-100 D). Questo significa che le passività di MPS sono diminuite di 100 euro - i depositi per una banca costituiscono infatti una passività, soldi che deve. Affinché i 100 euro arrivino a Francesca, la Banca d'Italia cancella 100 euro dalle riserve del MPS e le accredita nel conto di riserva di UniCredit. Le riserve per le banche sono un attivo, moneta che posseggono nei conti di riserva. *E quindi prof. sono simmetricamente un passivo per la banca centrale, cioè soldi che essa deve.* Esatto. Infine UniCredit vedendosi accreditate 100 euro di riserve, può a sua volta accreditare 100 nel conto corrente di Francesca. Tutto questo avviene in maniera automatizzata attraverso TARGET2.

#### 1.4. Le banche in riserva

Avrete notato che quando Paolo ha effettuato il pagamento a Francesca MPS ha perso 100 euro di riserve. E' molto probabile che comunque MPS abbia poco dopo ricevuto un pagamento a favore di un proprio cliente recuperando riserve. Semplificando al massimo, supponiamo però che quella fra Paolo e Francesca sia stata l'unica operazione giornaliera. E' possibile che MPS sia ora sotto di 99 euro rispetto all'obbligo di riserva obbligatoria... *prof. ma perché non di 100 euro?* Perché MPS ha anche perso un deposito di 100 euro, quindi data la riserva obbligatoria all'1% ha bisogno di un euro in meno di riserve. *Ah, giusto!* Simmetricamente è probabile che UniCredit abbia un eccesso di riserve pari a 99 euro ... *in quanto UniCredit ha acquisito un deposito di 100 euro quindi le serve un euro in più nelle riserve.* Esatto. Normalmente, e per normalmente intendo quando le banche si fidano l'una dell'altra, UniCredit presterà 99 euro di riserve a MPS nel cosiddetto mercato interbancario (e magari il giorno successivo la situazione si inverte, per cui questi prestiti sono in genere a brevissimo tempo). La tavola 2 ripete come *step 1* il pagamento di Paolo a Francesca visto nella tavola 1, descrivendo come *step 2* il prestito di riserve da UniCredit a MPS.

		Banca d'Italia			
			-100 R (MPS)		
	1° step		+100 R		
			(UniCredit)		
			+99 R		
	2° step		(MPS)		
			-99 R		
			(UniCredit)		
		MPS			UniCredit
		-100 R			+100 R
	1° step	-100 D			+100 D
		(Paolo)			(Francesca)
		+99 R			-99 R
	2° step	+99			+99
		(prestito da UniCredit)			(prestito a MPS)
		<i>legenda: R riserve bancarie; D depositi bancari</i>			

Tavola 1.4 – UniCredit presta riserve a MPS

*Prof. faccio l'avvocata del diavolo. Ma se il MPS non avesse riserve a sufficienza da trasferire nello step 1, cosa accade?* Sì, questo può accadere a qualsiasi banca che per motivi casuali abbia effettuato molti pagamenti e ricevuti pochi. Per evitare che il MPS per effettuare l'ordine di Paolo debba attendere a sua volta di ricevere pagamenti rallentando il sistema - magari UniCredit a sua volta può effettuare pagamenti solo se ne riceve dal MPS – ciò che viene chiamato in inglese *gridlock*, la Banca d'Italia in automatico concede un prestito di riserve giornaliero (*daylight credit*)

a MPS per cui il pagamento di Paolo arriva in tempo reale a Francesca. MPS poi dovrà entro sera saldare il prestito con la Banca d'Italia, ma nel frattempo avrà a sua volta ricevuto pagamenti, oppure se li farà prestare nell'interbancario, oppure... beh lo vedremo più avanti, c'è uno sportello di emergenza presso la Banca d'Italia che concede prestiti di riserve sino al giorno dopo (*overnight*). Insomma, tranquilli, i vostri bonifici arrivano (maggiori elementi sui sistemi di pagamento e il *daylight credit* sono nell'approfondimento online a questa lezione).<sup>1</sup>

*Eh prof, so che lei si aspetta la domanda, ma le tavole con le freccette mi son piaciute, e ora lei ci deve spiegare come avvengono i pagamenti all'interno dell'eurozona, insomma, ci illustri insomma per bene TARGET2!* Eh, lei già conosce che la carica polemica che questo sistema ha suscitato quando sono coinvolti i pagamenti fra i Paesi dell'eurozona.

### **1.5. Paolo targets Katrin**

Supponiamo dunque che Paolo effettui un bonifico di 100 euro, per esempio, da Intesa-San Paolo alla Deutsche Bank a favore di Katrin in Germania - o semplicemente trasferisce quattrini verso un suo deposito presso la Deutsche Bank . Intesa chiede dunque alla Banca d'Italia di effettuare il necessario trasferimento di riserve dal proprio conto di riserva a quello della Deutsche Bank . Ma quest'ultima ha il proprio conto di riserva presso la Bundesbank (Buba) e la Banca d'Italia non è quindi autorizzata ad effettuare l'accredito. Quindi, da un lato, la Banca d'Italia cancella 100 euro dal conto di riserva di Intesa e, dall'altro, "chiede" alla Buba di accreditare 100€ di riserve alla Deutsche Bank . In cambio la Buba ottiene una scrittura contabile che si chiama "attivo Target 2" per 100€ presso la BCE, a fronte del quale vi è un "passivo Target 2" della Banca d'Italia. Tutto questo funziona in automatico attraverso TARGET2 (quindi quel "chiede" è un eufemismo e meritava il virgolettato). Tutto questo è descritto nella tavola 1.3.

---

<sup>11</sup> Disponibile presso <https://docenti-deps.unisi.it/sergiocesaratto/> (Online lezione 1 Sistemi di pagamento e daylight credit).

				BCE					
		Banca d'Italia	+ 100 T2 (Bdl)	+ 100 T2 (Buba)	BUNDESBANK				
		-100 R			+100 T2	+100 R			
		+ 100 T2							
	MPS							Deutsche Bank	
-100 R	-100 D (Paolo)							+100 R	+100 D (Katrin)

legenda: R riserve bancarie; D depositi bancari; RU riserve ufficiali, tutto in €

Tavola 1.5 – Paolo fa un bonifico a Katrin

**Letture.** Così il *Manuale della Bilancia dei pagamenti* della Banca d'Italia (2016, p. 50): “i pagamenti transfrontalieri in euro dei settori bancari nazionali dell’area dell’euro o delle relative BCN vengono eseguiti mediante il sistema di pagamento comune TARGET2. Quando una banca effettua un pagamento transfrontaliero a favore di un’altra banca, questo viene addebitato sul conto corrente della banca pagante presso la propria BCN e accreditato su quello della banca ricevente presso la rispettiva BCN. La BCN della banca pagante registra pertanto una diminuzione nel conto della banca presso di essa e la BCN della banca destinataria registra specularmente un aumento nel conto della banca destinataria. Tali posizioni corrispondono a una passività sul sistema TARGET2 per la prima BCN e a un’attività per la seconda”.

Ma prof, la Deutsche Bank non si trova ora in eccesso di riserve e il MPS in difetto? Sì, e normalmente Deutsche Bank presterà il suo eccesso di riserve a Intesa. Però rimandiamo questo approfondimento e le polemiche che hanno accompagnato TARGET2 alla sesta lezione. Ora andiamo a un’altra parte molto succosa di questa lezione che smentisce molte cose insegnate nei libri di testo standard.

### 1.6. Quelle creative di banche

Quello che gli studenti comunemente imparano nei libri di testo è che la funzione delle banche è di raccogliere risparmio, sotto forma di depositi, e di prestarlo a famiglie e imprese. E in effetti nel bilancio delle banche troviamo i depositi fra le passività e i prestiti fra le attività come nella tavola 4.

Banca Commerciale	
Attività	Passività
Crediti	Depositi

Tavola 1.6 – Bilancio semplificato di una banca commerciale

La questione è la relazione causale, sono i depositi a creare i crediti, o viceversa? La *received wisdom* è che le banche devono prima ricevere i depositi e in seguito possono erogare crediti. E' ormai ampiamente riconosciuto da chi conosce le cose – non l'economista standard – che è invece vero l'opposto: le banche creano i depositi attraverso le operazioni di credito. Cosa fa, infatti, una banca quando concede un mutuo di 100 euro? Apre un deposito a favore del debitore, quindi nel bilancio scriverà 100 euro all'attivo (il credito concesso) e 100 euro al passivo (il deposito creato). *It's simple as that!*

Banca Commerciale	
<i>Attività</i>	<i>Passività</i>
100 euro	100 euro
<b>nuovo credito</b>	<b>nuovo deposito</b>

*Tavola 1.7 – La banca crea depositi concedendo crediti*

Le banche accordano dunque mutui a imprenditori e famiglie attraverso l'accredito di un corrispondente deposito a loro favore. Quello che rileva per le banche è il merito di credito del mutuante. Questa possibilità delle banche di creare moneta "out of thin air" è nota come *teoria della moneta endogena*, sebbene non sia forse giusto chiamarla teoria in quanto appare piuttosto come un fatto.

*Insomma prof la moneta è una scrittura contabile!* Beh, attenzione. Le scritture contabili creano debiti e crediti, e ambedue sono fatti concreti della vita, basti pensare ai mal di fegato di chi non riesce ad ottenere indietro un credito o all'insonnia di chi non riesce a restituire un debito. Diciamo che la moneta è *creata* attraverso una scrittura contabile: quando la banca crea moneta bancaria iscrivendo un deposito di 100 euro a favore di Cristina essa crea un proprio debito verso Cristina. E questo conferma la natura della moneta come un debito, un impegno di qualcuno verso il portatore del titolo monetario. La banca però a fronte di questa passività si iscrive un'attività, il credito concesso. *Prof. sono un po' confusa: la banca è contemporaneamente in debito e in credito con Cristina.* Sì, e questo pareggia i suoi conti. Che la banca sia in credito è più facile a capirsi dato che ha concesso un prestito. Che sia in debito è anche chiaro in quanto Cristina può in ogni momento trasformare il deposito in banconote, o usando il deposito per un pagamento girare questo diritto a un terzo. Avendo creato quel deposito la banca è potenzialmente debitrice verso il titolare del medesimo.

## **1.7. Partire senza riserve**

*Ma prof, all'università un professore ci ha spiegato che le banche possono prestare creando depositi solo se hanno adeguate riserve a fronte di quei depositi. E già, anche per smentire questa sciocchezza mi sono sobbarcato di scrivere questo libro. Nella quarta lezione esamineremo con cura questa tesi. Limitiamoci per ora a guardare alla realtà.*

Anche nei regimi monetari dove le banche sono obbligate a detenere riserve obbligatorie in quota dei depositi esse non sono obbligate a rispettare l'obbligo di riserva momento per momento, ma in media con riferimento all'ammontare di depositi detenuto nel precedente "periodo di mantenimento". Chiarisco subito. Il periodo di mantenimento consiste di sei settimane - quelle che intercorrono fra due riunioni del Consiglio direttivo della BCE. Al momento in cui sto scrivendo l'ultima riunione del Consiglio si è svolta il **xx x 2021** e la prossima si svolgerà il **xx x 2021**. Bene. Una banca è obbligata a detenere in media l'1% di riserve *in media* durante il periodo di mantenimento corrente che va da **xx a xx** rispetto ai depositi detenuti nel periodo di mantenimento precedente, quello concluso il **xx**.

*Se capisco bene prof, la banca può quindi creare nuovi depositi nel periodo corrente e provvedere per le riserve il periodo successivo. Esatto. Ma la flessibilità del sistema non finisce qui. Per tener conto che alcuni giorni la banca può detenere molte riserve - quando riceve molti pagamenti - e in altri poche - quando esegue molti ordini di pagamento dei clienti - l'importante è che essa rispetti l'obbligo di riserva in media sul periodo di mantenimento: un giorno può detenere 1,5% e quello successivo lo 0,5%, l'importante è che in media detenga l'1%.*

Dunque, la possibilità per le banche di creare moneta bancaria (depositi) concedendo prestiti non dipende affatto dal possedere riserve. A quello ci si penserà e, vedremo, la banca centrale sarà costretta a concedere la liquidità necessaria. *Per legge prof No*, ma per il buon funzionamento della politica monetaria.

**Riserva doc.** "Fino al 23 gennaio 2004 il periodo di mantenimento della riserva obbligatoria aveva inizio il 24 di ciascun mese e termine il 23 del mese successivo. Dal 24 gennaio 2004 il periodo di mantenimento inizia nel giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale immediatamente successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui si valuta l'orientamento della politica monetaria e termina nel giorno precedente la data del regolamento della corrispondente operazione successiva alla seguente riunione del Consiglio dedicata alla politica monetaria." (dal Glossario della Banca d'Italia). Nel gennaio 2015 nell'Eurosistema il periodo di mantenimento è stato portato da quattro a sei settimane in linea col maggiore distanziamento delle riunioni del consiglio direttivo), e il livello delle riserve è calcolato sulla base dei dati di bilancio della banca prima dell'inizio del suddetto periodo. La coincidenza delle scadenze del periodo di

mantenimento con le riunioni del consiglio direttivo è funzionale a non far cadere modifiche del tasso di interesse (decise dal consiglio) all'interno del periodo medesimo. Le banche manovrano infatti l'ammontare giornaliero di riserve anche in funzione del tasso interbancario che, come vedremo, è influenzato dal tasso obiettivo della banca centrale. La certezza di un medesimo tasso lungo il periodo di mantenimento dà al riguardo un margine di certezza alle banche.

Non è dunque necessario che le banche osservino l'obbligo su base giornaliera detenendo l'intero relativo importo nei rispettivi conti presso la banca centrale. Dal gennaio 2012 il coefficiente di riserva è stato portato dal 2% all'1%. In totale le riserve obbligatorie per l'insieme delle banche dell'area dell'euro **agli inizi del 2016 erano dell'ordine di circa 113 miliardi di euro**. Alla fine di ciascun periodo di mantenimento la banca centrale versa alle banche gli interessi sui depositi detenuti a titolo di riserva, applicando un tasso equivalente a quello sulle operazioni di rifinanziamento principali.

La banca centrale mirerà quindi a fornire le riserve richieste dalle banche commerciali sia al fine di non creare problemi al sistema dei pagamenti (che ricordiamo si basa sullo scambio di riserve) che al funzionamento della politica monetaria, per le ragioni che vedremo più avanti. Il vincolo che la banca commerciale incontra nell'aprire un credito/deposito non risiede dunque nella mancanza di riserve, come spesso ancora si insegna all'università, bensì nelle garanzie di solvibilità che offre il potenziale debitore. *Ma prof, come avviene l'approvvigionamento di riserve presso la banca centrale?* Attraverso le cosiddette operazioni di rifinanziamento, ma di questo ci occuperemo nella prossima lezione.

**Un credito limitato.** L'idea della moneta endogena è dunque che le banche non "prestino i depositi", ma viceversa esse "creino i depositi prestando". Tuttavia questo non significa che le banche non desiderino ricevere dei depositi. Ciascuna banca, per esempio la banca A, attraverso una politica di prezzo particolarmente aggressiva, dunque abbassando i tassi attivi, potrebbe espandere l'ammontare di mutui immobiliari che concede. Tipicamente, tuttavia, solo una minima parte dei depositi che essa crea rimarranno presso di essa. L'acquirente di una abitazione, infatti, trasferirà il deposito (mutuo) ottenuto al venditore della casa che, probabilmente, avrà il proprio conto corrente presso un'altra banca, per esempio la banca B. La banca A si potrà trovare a corto di riserve e dovrà a questo punto cercare di attrarre depositi da altre banche, offrendo una remunerazione adeguata, o indebitarsi con le banche con eccesso di riserve, o rischiare di dover ricorrere a uno sportello di emergenza presso la Banca d'Italia chiamato "prestito marginale" (*marginal lending facility*). La banca A potrebbe così rischiare di dover pagare tassi passivi – legati da ultimo al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento della banca centrale - superiori ai tassi attivi ottenuti sui mutui creati incorrendo dunque in perdite. V'è dunque un limite all'ammontare di

crediti e depositi che la singola banca può creare conseguendo un profitto (la differenza fra tassi passivi e tassi attivi), dato il tasso di interesse di riferimento della banca centrale.

Un secondo limite all'ammontare di credito concedibile dalle banche risiede nel "capital requirement" (rapporto di *leverage* fra attività e capitale proprio) che la regolamentazione impone alle banche.

L'imposizione di tali requisiti è volta proprio a frenare i comportamenti azzardati appena descritti. Come affermato da due importanti economisti (non accademici): "L'unico vincolo diretto sui prestiti bancari è la quantità di capitale che una banca detiene" (Dysiatat 2008, nota 23); il "principale vincolo esogeno all'espansione del credito è rappresentato dai requisiti minimi di capitale." (Borio e Dysiatat, 2009, p. 19).

Una politica del credito molto aggressiva può incontrare altri limiti nel pericolo che venga meno la fiducia nella solvibilità della banca in seguito alla crescita dell'esposizione. A livello internazionale questo è particolarmente importante. L'espansione del credito immobiliare in alcuni Paesi europei "periferici" negli anni pre-crisi si è per esempio tradotta in un aumento delle importazioni di merci dai Paesi "core". Questo vuol dire che le banche periferiche assistevano a una emorragia di depositi a favore delle banche "core". La moneta unica sembrava, tuttavia, aver costituito, accanto a tassi di rifinanziamento particolarmente vantaggiosi, un humus favorevole alla disponibilità di prestiti della banche "core" alle banche "periferiche" (agivano in questa direzione, in particolare, la liberalizzazione dei movimenti di capitale e il venir meno del rischio di cambio nei rapporti fra debitori e creditori). Tutto questo ebbe luogo sino a quando, con l'esplosione della bolla immobiliare, la fiducia degli investitori stranieri nella solvibilità delle banche periferiche venne meno (qui rimando alla quinta delle *Sei lezioni di economia*).

*Prof un quesito: nel box lei ha affermato che il capitale proprio di una banca fa da limite all'ammontare di depositi che la banca può creare. Ma in tal modo non rientra dalla finestra quello che abbiamo cacciato dalla porta, ovvero la dipendenza dell'ammontare di credito che le banche possono creare da una quantità esogena (non le riserve bensì in capitale proprio)? Questo non mette in crisi l'endogeneità della moneta?*

Questo è un quesito molto importante. Nella teoria monetaria insegnata nelle università la quantità di credito e depositi creabili dal sistema bancario dipende dall'ammontare di riserve create dalla banca centrale. Per esempio, se la banca centrale aumentasse l'ammontare di riserve a disposizione delle banche di un miliardo di euro, queste ultime potrebbero aumentare - anzi, secondo certi professori di economia, certamente aumenteranno - l'ammontare di credito e depositi di 100 miliardi. Questo è falso. L'ammontare di crediti e depositi è indipendente dalle riserve disponibili, ma servirà la prossima lezione per darvene prova completa. Ma neppure l'ammontare di capitale è un vincolo inespugnabile. Se per esempio l'economia è in espansione e

famiglie e imprese chiedono molti prestiti che le banche intendono soddisfare, esse si troveranno probabilmente in condizioni molto favorevoli per espandere il proprio capitale, per esempio emettendo nuove azioni, sì da assicurare il rispetto delle regolazioni finanziarie. Il “capital requirement” serve a impedire che banche molto spregiudicate espandano crediti e depositi verso clienti poco affidabili. Queste banche dovrebbero essere oggetto di attenta sorveglianza dai mercati e dalle autorità sì da impedire loro aumenti di capitale che ne favoriscano le attività. *Purtroppo prof. ...* Eh già, non sempre mercati e autorità sorvegliano abbastanza, e non sempre è facile farlo.

**Letture** - McLeay et al. (2014, p. 5, grassetto nell’originale) spiegano i limiti all’ammontare di credito che una banca può creare in relazione ai depositi che è in grado di raccogliere:

“Le banche ricevono pagamenti di interessi sulle loro attività, come i prestiti, ma generalmente devono anche pagare interessi sulle loro passività, come i conti di risparmio. Il modello di business di una banca si basa sul ricevere un tasso di interesse più alto sui prestiti (o altre attività) rispetto al tasso che paga sui depositi (o altre passività). I tassi d'interesse sulle attività e sulle passività delle banche dipendono dal tasso politico fissato dalla Banca d'Inghilterra, che agisce come vincolo ultimo sulla creazione di denaro. La banca commerciale usa la differenza, o spread, tra il rendimento atteso sulle sue attività e passività per coprire i suoi costi operativi e fare profitti. Per fare prestiti extra, una singola banca dovrà tipicamente abbassare i suoi tassi di prestito rispetto ai suoi concorrenti per indurre le famiglie e le aziende a prendere in prestito di più. E una volta che ha fatto il prestito può anche "perdere" i depositi che ha creato a quelle banche concorrenti. Entrambi questi fattori influenzano la redditività di un prestito per una singola banca e influenzano la quantità di prestiti che ha luogo.” ... Le banche quindi cercano di attrarre o mantenere passività aggiuntive per accompagnare i loro nuovi prestiti. In pratica anche altre banche farebbero nuovi prestiti e creerebbero nuovi depositi, quindi un modo per farlo è cercare di attrarre alcuni di quei depositi appena creati. In un settore bancario competitivo, questo può comportare un aumento del tasso offerto alle famiglie sui loro conti di risparmio. Attrarre nuovi depositi, la banca può aumentare i suoi prestiti senza esaurire le sue riserve, .... In alternativa, una banca può prendere in prestito da altre banche o attrarre altre forme di passività, almeno temporaneamente. Ma sia attraverso i depositi che attraverso altre passività, la banca dovrebbe assicurarsi di attrarre e trattenere qualche tipo di fondi per continuare ad espandere i prestiti. E il costo di ciò deve essere misurato rispetto all'interesse che la banca si aspetta di guadagnare sui prestiti che sta facendo, che a sua volta dipende dal livello del Bank Rate fissato dalla Banca d'Inghilterra. Per esempio, se una banca continuasse ad attrarre nuovi mutuatari e ad aumentare i prestiti riducendo i tassi dei mutui, e cercasse di attrarre nuovi depositi aumentando i tassi che paga sui depositi dei suoi clienti, potrebbe presto scoprire che non è redditizio continuare ad espandere i suoi prestiti. La

competizione per i prestiti e i depositi, e il desiderio di ottenere un profitto, limitano quindi la creazione di denaro da parte delle banche.

Nella visione della *moneta endogena*, dato il tasso dell'interesse deciso dalla banca centrale, sarà dunque la domanda di credito da parte dell'economia che determinerà l'ammontare di riserve bancarie create dalla banca centrale. L'idea è spesso riassunta nella proposizione che:

*i prestiti creano i depositi, e questi creano le riserve.*

### **1.8. Prestiti bancari, investimenti e risparmi**

*Professore, ma se sono le banche a finanziare gli investimenti, come mai in contabilità nazionale risulta l'identità contabile risparmi  $\equiv$  investimenti? Spiegarlo a parole, poi spiegare il concetto di prop marg al cons e molt*

L'idea che mutuiamo da Keynes è che da un lato le banche finanzino gli investimenti delle imprese creando prestiti monetari ex nihilo, e dall'altro la spesa delle imprese generi reddito, parte del quale verrà consumato e parte risparmiato. Questo processo di espansione di reddito, consumi e risparmi è noto come moltiplicatore del reddito o moltiplicatore keynesiano. Per capirlo facciamo un esempio che qualche lettore può già conoscere (tavola 1.8). Nell'esempio si fa l'ipotesi che del reddito ricevuto le famiglie ne spendano l'80% e ne risparmino il 20%. La quota consumata fu chiamata da Keynes *propensione (marginale) al consumo* e quella risparmiata *propensione (marginale) al risparmio* - ovviamente le famiglie a più alto reddito risparmieranno una proporzione maggiore di quelle a basso reddito, noi consideriamo una media.

In una economia per semplicità chiusa agli scambi con l'estero e senza pubblica amministrazione e con una propensione marginale al consumo pari a  $c = 0,8$  (cioè pari all'80% del reddito percepito), nel periodo 1 viene deciso un investimento di 100 € finanziato dalla creazione di un credito da parte di una banca che apre corrispondentemente un deposito (prima casella colonna 5). Lasciamo sviluppare l'usuale moltiplicatore keynesiano (si veda Cesaratto 2019, appendice capitolo 4): la produzione del bene capitale dà luogo a un reddito di 100 € (prima casella colonna 2) che nel periodo 2 viene in parte speso per consumi e in parte risparmiato. La spesa per consumi dà luogo a un reddito di 80 € a loro volta in parte spese e in parte risparmiati nel periodo 3, e così via. Come si vede il deposito iniziale sta progressivamente cambiando mano, ed è progressivamente in parte speso e in parte risparmiato. Per esempio, nel periodo 2 i 100 € di reddito maturati nel periodo 1 sono in parte spesi per beni di consumo, per cui 80 € "cambiano di mano", e 20 € sono risparmiati; nel complesso,

tuttavia, il deposito rimane di 100 €. Il processo si arresta precisamente quando l'intero deposito consiste di risparmi. Cioè prof, il pagamenti per consumi avvengono col trasferimento di parte del deposito ... sì per esempio attraverso i pagamento con carta di credito ... mentre parte del deposito rimane fermo come risparmio... sì, fino a che tutto il deposito consiste di soli risparmi.

Moltiplicatore degli investimenti					
Periodi	I	$\Delta Y$	$\Delta C$	$\Delta S$	Deposito*
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1	100	100			(100 = prestito)
2		80	80	20,0	100
3		64	64	16,0	100
4		51,2	51,2	12,8	100
5		40,9	40,9	10,2	100
...		...	...	...	...
Finale		500	400	100	100

Nota: \*  $\Delta Y$  (reddito temporaneamente non speso) +  $\Delta S = S$

Tavola 1.8 – Il moltiplicatore keynesiano

Dall'esempio si desume dunque come *ex post* sia confermato quanto sostenuto in contabilità nazionale, ovvero che gli investimenti siano uguali ai risparmi maturati durante l'anno. Mentre è dunque giusto affermare che gli investimenti sono finanziati da creazione *ex nihilo* di credito bancario, è altrettanto corretto affermare che *ex post* investimenti e risparmi occorsi nell'economia siano per definizione identici. L'analisi di una economia monetaria sembra dunque avvalorare e rafforzare la relazione risparmi-investimenti che fu al core della rivoluzione keynesiana, vale a dire che siano gli investimenti a generare i risparmi.

**I risparmi seguono gli investimenti come un'ombra.** L'esempio ci mostra qualcosa in più: in *ciascun* periodo (non solo nell'ultimo) vale sempre l'identità risparmi-investimenti (Dalziel 1996, p. 317). Nel primo periodo, ad esempio, appena il prestito è speso e 100 € di produzione e reddito sono maturati, sin tanto che quest'ultimo reddito non è a sua volta speso esso è una sorta di "risparmio temporaneo" pari a 100 €. Nel secondo periodo, 20 € sono risparmiate, e 80 € spese, generando 80 € di produzione e di reddito. Ma anche queste 80 €, fino a quando non sono spese, sono a loro volta "risparmio temporaneo" pari a 80 € (che sommate alle 20 di risparmio permanente danno 100 € di risparmio), e così via.

Ma le banche, prof, finanziano anche la spesa delle famiglie... Sì, su questo torniamo nella quarta lezione.

**Letture.** Al meglio delle mie conoscenze, gli economisti *mainstream* che più si sono avvicinati al punto di vista keynesiano - riassumibile in creazione di moneta endogena → investimenti → risparmi - sono Borio e Dysiatat. I due autori sono molto chiari al riguardo:

“in un'economia chiusa, o per il mondo intero, l'unico modo per risparmiare in un dato periodo è *produrre* qualcosa che non viene consumato, cioè investire. Poiché il risparmio e l'investimento sono l'immagine speculare l'uno dell'altro, è fuorviante dire che il risparmio è necessario per *finanziare* l'investimento. In termini *ex post*, essendo semplicemente il risultato di varie forme di spesa, il risparmio non rappresenta il vincolo su quanto gli agenti sono in grado di spendere *ex ante*. *Il vero vincolo sulle spese non è il risparmio, ma il finanziamento*. ... Ed è solo una volta che le spese hanno luogo che il reddito, gli investimenti, e quindi il risparmio, sono generati (Borio e Dysiatat 2011, p. 7, l'ultimo corsivo è mio).

*L'unico modo per creare depositi è estendere il credito.* Questa è la ben nota caratteristica di un'economia monetaria che è oscurata nei modelli macroeconomici di equilibrio generale tradizionali. Lì, il compito delle banche è semplicemente quello di allocare risorse preesistenti (e nuove) ad usi alternativi. Al contrario, ... le banche creano denaro - potere d'acquisto - dal nulla. Ed è questo che permette alla produzione e agli investimenti di avere luogo. Le banche alleviano i vincoli di finanziamento all'interno delle risorse reali disponibili in un'economia... Sono i prestiti bancari che finanziano la produzione e gli investimenti. E il flusso di risparmio avviene solo dopo che il finanziamento è stato ottenuto. ... L'uguaglianza tra risparmio e investimento è spesso interpretata come il risparmio che finanzia l'investimento. Ma questo è vero solo nel senso che il non consumo di beni nel periodo 1 *fa spazio* ai beni da investire. Questo riflette il *vincolo delle risorse* dell'economia. L'unico modo per risparmiare in un dato periodo è produrre qualcosa che non viene consumato - cioè investire. Così, l'investimento è già di per sé un atto di risparmio. Piuttosto, il vincolo sulle spese nella nostra economia monetaria non è il risparmio, ma il *finanziamento*, attraverso i pagamenti monetari, cioè il trasferimento di depositi bancari, che sono a loro volta generati dall'estensione dei prestiti. Senza tale finanziamento, non ci sarebbe alcuna produzione.”

in a closed economy, or for the world as a whole, the only way to save in a given period is to *produce* something that is not consumed, i.e. to invest. Because saving and investment are the mirror image of each other, it is misleading to say that saving is needed to *finance* investment. In *ex post* terms, being simply the *outcome* of various forms of expenditure, saving does not represent the constraint on how much agents are able to spend *ex ante*. *The true constraint on expenditures is not saving, but financing*. ... And it is only once expenditures take place that income, investment, and hence saving, are generated (B&D 2011, p. 7, last italics are mine).

*[T]he only way to create deposits is by extending credit.* This is the well known feature of a monetary economy that is obscured in mainstream general equilibrium macroeconomic models. There, banks' task is simply to allocate pre-existing (and new) resources to alternative uses. By contrast, ... banks create money –

purchasing power – out of thin air. And it is this that allows production and investment to take place. Banks relieve financing constraints within an economy's available real resources ... .It is bank loans that finance production and investment. And the saving flow occurs only once financing has been achieved. ... The equality between saving and investment is often interpreted as saving *financing* investment. But this is true only in the sense that non-consumption of goods in period 1 *makes room* for goods to be invested. This reflects the economy's *resource constraint*. The only way to save in a given period is to produce something that is not consumed – that is, to invest. Thus, investment is already in itself an act of saving. Rather, the constraint on expenditures in our monetary economy is not saving, but *financing*, through monetary payments, ie the transfer of bank deposits, which are in turn generated by extending loans. Without such financing, there would be no production at all.

“Fondamentalmente, la fornitura di finanziamenti *non richiede che qualcuno si astenga dal consumare*. È puramente una transazione finanziaria e quindi distinta dal risparmio, che è semplicemente un modo di classificare e tenere traccia dei flussi di risorse reali. L'uguaglianza tra risparmio e investimento è un'identità contabile che vale sempre ex post e non rivela nulla sui modelli di finanziamento. In termini ex post, essendo semplicemente il *risultato* delle spese, il risparmio non rappresenta un vincolo su quanto gli agenti sono in grado di spendere *ex ante*. Se facciamo un passo indietro rispetto alla statica comparativa e consideriamo le dinamiche sottostanti, è solo una volta che le spese hanno luogo che il reddito e gli investimenti, e quindi il risparmio, sono generati.

Detto altrimenti, in contrasto con le immagini popolari, il risparmio non è un 'muro' che deve essere incanalato in attività finanziarie. Piuttosto, è il 'buco' nella domanda aggregata (produzione/reddito non speso/acquistato/consumato) che fa spazio alla spesa per investimenti. Fa parte del vincolo delle risorse e non è collegato al vincolo di finanziamento. Il risparmio comporta l'accumulo di capitale, non il finanziamento. Così, affermazioni tipiche come 'il paese X può sostenere più debito pubblico perché il suo alto tasso di risparmio aumenta la domanda di titoli' sono, a rigore, senza senso. Confondono il risparmio e il finanziamento, così come l'identità del conto nazionale - una rappresentazione del vincolo delle risorse - con l'identità del flusso di cassa - il vincolo di finanziamento” (Borio e Dysiatat 2015, pp. 10-11, corsivi nell'originale).

Crucially, the provision of financing *does not require someone to abstain from consuming*. It is purely a financial transaction and hence distinct from saving, which is simply a way of classifying and keeping track of real resource flows. The equality of saving and investment is an accounting identity that always holds ex post and reveals nothing about financing patterns. In ex post terms, being simply the *outcome* of expenditures, saving does not represent a constraint on how much agents are able to spend *ex ante*. If we step back from comparative statics and consider the underlying dynamics, it is only once expenditures take place that income and investment, and hence saving, are generated.

Put differently, in contrast to popular images, saving is not a “wall” that needs to be channelled into financial assets. Rather, it is the “hole” in aggregate demand (output/income not spent/purchased/consumed) that makes room for investment expenditure. It is part of the resource constraint and entirely unrelated to the financing constraint. Saving entails capital accumulation, not financing. Thus, typical statements such as “country X can sustain more public debt because its high saving rate boosts the demand for assets” are, strictly speaking, meaningless. They conflate saving and financing as well as the national account identity – a rendition of the resource constraint – with the cash flow identity – the financing constraint. (Borio and Disyatat 2015, pp. 10-11, corsivi nell’originale).

### **Lecture suggerite**

Per questa lezione è disponibile l’approfondimento online “Sistemi di pagamento e *daylight credit*” al link...

Sulle origini della moneta secondo il Cartalismo e la Modern Money Theory si veda Wray (2012). Un’utile trattazione della moneta non dissimile e con un ampio e semplice utilizzo delle *balance sheet* è di due economisti della Banca d’Italia, Ferrari e Ferrero (2019).

Una breve ed efficace introduzione al bilancio di una banca e alle crisi bancarie, da cui abbiamo anche tratto l’esempio delle tavole 6.1 e 6.2, è Dolan (2013).

La letteratura in merito alla moneta endogena è ormai molto ampia, e da essa si può risalire a fonti precedenti; si vedano ad esempio: Jakab e Kumhof (2015); McLeay e R. Ryland (2014); Werner, R.A. (2016, 2014a, 2014b). Tenaci sostenitori delle banche come creatrici di credito sono stati gli economisti “eterodossi”, primo fra tutti Niki Kaldor (1970), ma in maniera più organica Moore B.J. (1988) e Lavoie M. (1984; 2005); si veda Culham e King 2013 per un resoconto storico dell’avvento della moneta endogena. Fra gli studiosi che operano nel mondo delle banche centrali, a Wicksell si rifanno Claudio Borio e Piti Disyatat che sottoscrivono l’idea dell’endogenità della moneta (per esempio Borio e Disyatat, 2011; Disyatat 2008), così come Ulrich Bindseil e Philipp J. König (2013), Bindseil (2004, 2014).

Sulla relazione fra endogeneità della moneta e la visione keynesiana del nesso risparmi - investimenti, oltre che alla quinta lezione di questo libro, rimandiamo alla terza delle Sei lezioni di

economia (Cesaratto 2019) ed a Cesaratto (2017), Cesaratto & Di Bucchianico (2020) ed a Cesaratto & Pariboni (2021).