

Credito e saggio di interesse

Paolo Giussani

[Materiale preparatorio. 6 Aprile 2015]

1. Interesse

Non facendo nessuna differenza fra denaro e capitale la teoria volgare non può neppure distinguere fra saggio del profitto e saggio di interesse. Dal momento che in potenza qualsiasi somma di denaro rende un interesse e qualsiasi flusso di reddito può venire rappresentato come frutto di un capitale, ogni tipo di guadagno viene reso omogeneo sotto la rubrica dell'interesse, circostanza che, fra le altre cose, rende impossibile elaborare una spiegazione dei movimenti tanto del saggio di interesse che del saggio del profitto. Se il profitto è l'interesse fossero la stessa cosa il capitalismo non sarebbe mai venuto al mondo perché non vi sarebbe mai stato scopo nell'impiantare ed espandere la produzione capitalista senza una propria specifica categoria di reddito in grado di accrescersi indipendentemente dalle altre. Il capitalismo è nato e si è sviluppato inizialmente indipendentemente dal credito di capitale, che solo successivamente è arrivato a sostenere l'accumulazione. L'interesse sullo sconto di effetti commerciali è stata la prima forma di interesse che abbia riguardato i capitali produttivi ma, dipendendo dalla domanda di *denaro* di questi ultimi, non ha avuto nessuna possibilità di essere confuso coi profitti, come è accaduto poi per l'interesse sul credito di capitale utilizzato per allargare l'accumulazione, che si è *aggiunto* al profitto preesistente, dimostrando che la riduzione del profitto

all'interesse è il prodotto di una costruzione ideologica relativamente tarda che astrae dall'intima natura del capitale agganciandosi a forme di capitale precapitalistiche.

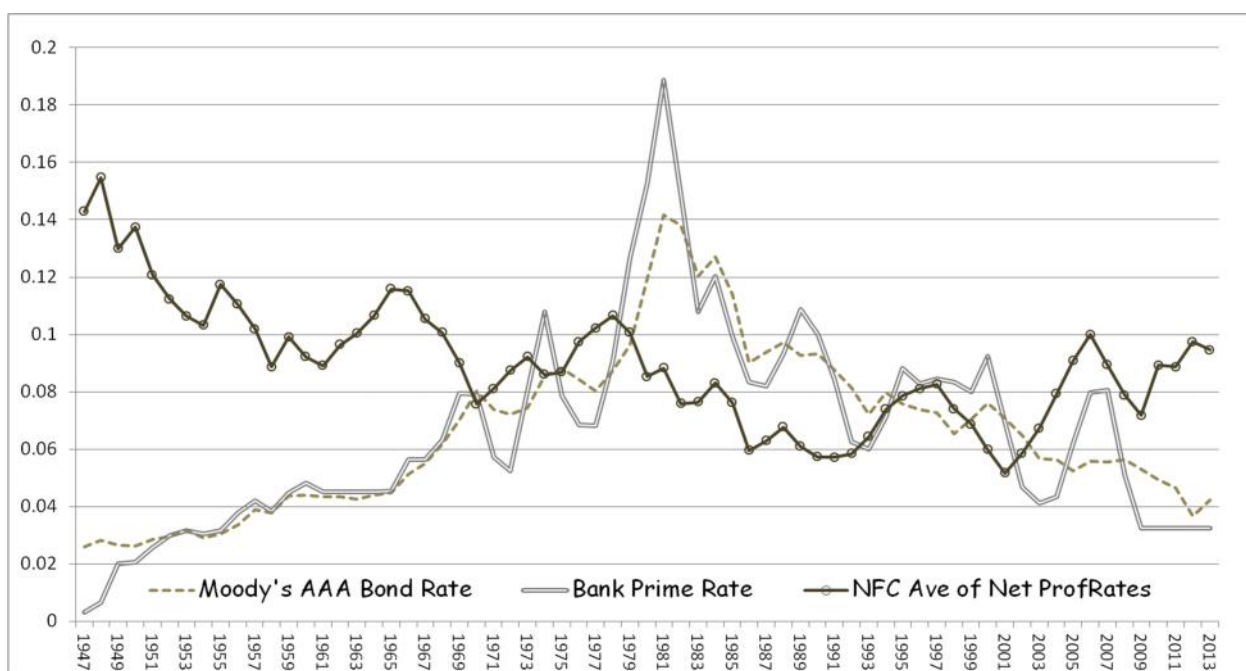
Il saggio di interesse non può essere soggetto a leggi definibili per il semplice fatto che non ha alcuna base fuori di se stesso. L'interesse esiste solo perché esiste il capitale monetario separato dai capitalisti produttivi, ma il capitale monetario diventa capitale solo perché viene trasformato in elementi del capitale produttivo. In sé e per sé non è nulla, al massimo può essere concepito come capitale monetario latente, ma in questa forma non può appropriarsi di alcun reddito ma solo accumularsi in vista di una sua conversione in qualcosa d'altro. Di conseguenza l'unica legge che regola il saggio di interesse del capitale monetario in quanto tale ossia indipendentemente dalla sua conversione in capitale è che esso sia nullo. Allo stesso modo è chiaro che l'interesse e il saggio di interesse sono soggetti a qualche movimento perché il capitale monetario mantiene una relazione con il capitale produttivo e solo in funzione di tale relazione.

2. Saggio di Interesse

Stando così le cose, niente di più facile che identificare l'interesse con il profitto stabilendo che il saggio di interesse non è altro che un saggio del profitto e che quindi il movimento del saggio di interesse è determinato da quello del profitto come una sorta di suo duplicato. Ma l'interesse non remunera nessun investimento di capitale, nessuna accumulazione, nessuna trasformazione di denaro in capitale produttivo e nessun susseguente periodo di produzione, solo la *cessione* di capitale monetario affinché sia convertito in capitale produttivo e poi in capitale-merce da realizzare in denaro. Ne consegue che possono essere solo le vicissitudini di questa cessione a presiedere ai movimenti del saggio di interesse, e se la domanda di capitale monetario da parte dei capitalisti produttivi si trova in relazione *diretta* con l'andamento dell'accumulazione è molto più verosimile che nel lungo periodo la traiettoria del

saggio di interesse sia *opposta* a quella del saggio del profitto - vedi Figura 1 dove è presentato il movimento del saggio del profitto netto del settore delle corporation non finanziarie americane (NFC) assieme a quello di due saggi di interesse di durata differente, il saggio medio sui corporate bonds di grado più alto (AAA), che è un saggio di interesse sul credito di capitale, e il prime rate sui bank loans cioè sul credito di denaro.

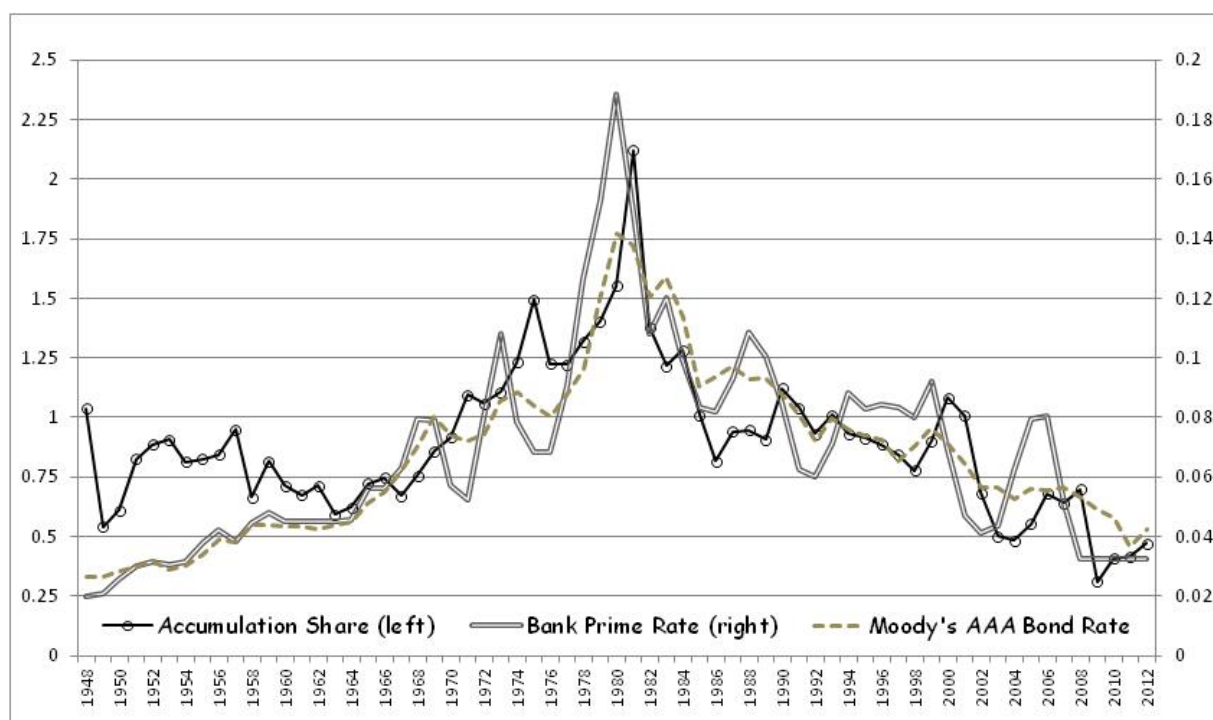
Figura 1. US. Saggi di Interesse e Saggio Netto del Profitto di NFC. 1947-2013



Più chiara è la relazione *diretta* che sussiste fra il saggio di interesse e la quota di accumulazione che è il rapporto fra accumulazione netta di capitale fisso e profitti netti (Figura 2). La tendenza all'aumento della quota di accumulazione implica una corrispondente tendenza crescente della domanda di credito di capitale, mentre il movimento opposto della quota di accumulazione implica la riduzione di questa domanda fino alla formazione crescente di capitale monetario latente. Una domanda crescente di credito rispetto al capitale monetario creato implica necessariamente un aumento del saggio di interesse, e la formazione di capitale monetario inutilizzato comporta il movimento opposto. Come si vede piuttosto bene dalla Figura 2, i

movimenti di lungo periodo dei due saggi di interesse e della quota di accumulazione sono egregiamente simili.

Figura 2. US. Saggi di Interesse e Quota Netta di Accumulazione di NFC. 1948-2013

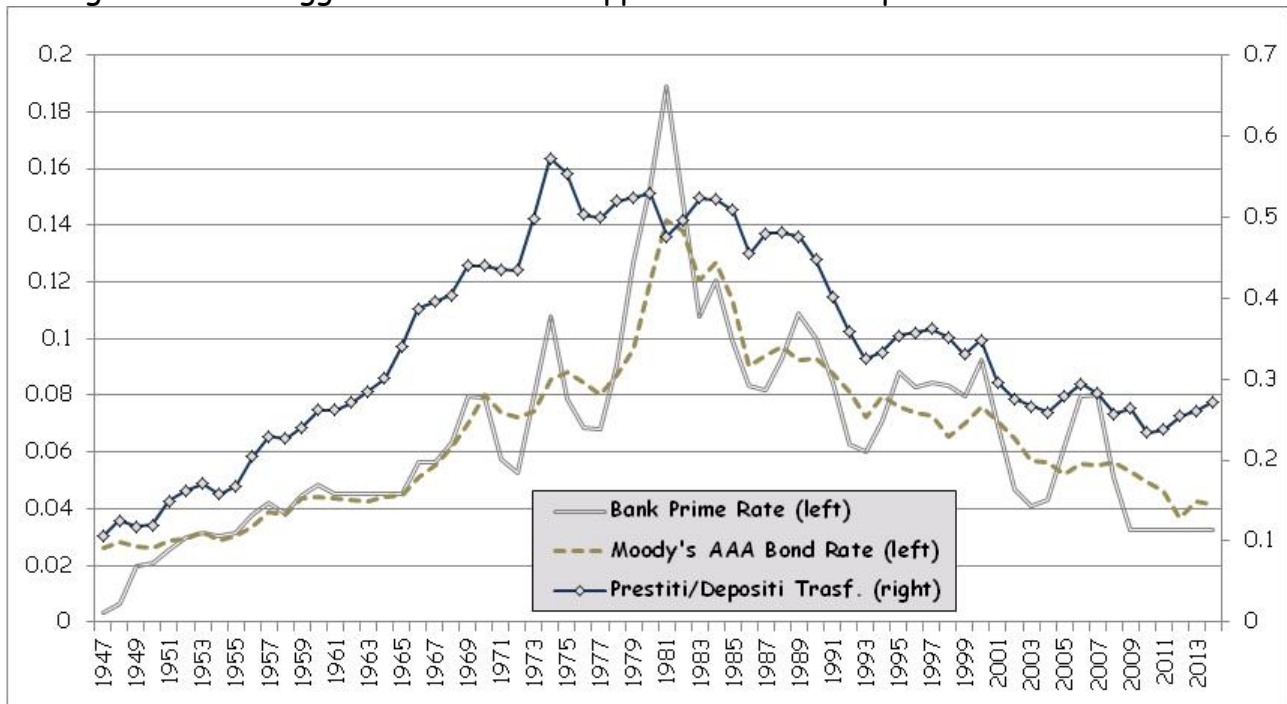


R^2	Accumulation Share
Bank Prime Rate	0.588
Moody's AAA Bond Rate	0.553

Naturalmente questo non basta perché ai fini dei movimenti del saggio di interesse occorre che il movimento della quota di accumulazione si rifletta in un mutamento dei rapporti fra le differenti componenti della domanda e dell'offerta di capitale monetario altrimenti sarebbe impossibile che il saggio di interesse ne potesse venire influenzato in qualche modo. Rimanendo nell'ambito del credito bancario la forma in cui il capitale monetario latente si accumula in quanto tale è quella dei depositi a vista e di tutti i depositi immediatamente trasferibili che svolgono la funzione di mezzo di circolazione e di pagamento. Al polo opposto, la forma in cui il trasferimento di capitale monetario è stato fissato è quella dei loans, che ovviamente non possiedono alcun grado di

liquidità. Il rapporto fra loans e depositi direttamente trasferibili ci dovrebbe quindi offrire una misura che si trova in qualche modo in relazione con l'andamento del rapporto fra offerta e domanda di capitale monetario. La Figura 3 presenta l'andamento del rapporto fra business loans¹ e depositi trasferibili all'interno dei bilanci delle banche commerciali americane.

Figura 3. US. Saggi di interesse e Rapporto Prestiti/Depositi Trasf. 1947-2014



R^2	Prestiti/Depositi Trasf.
Bank Prime Rate	0.662
Moody's AAA Bond Rate	0.767

I trend non lineari sono molto simili e si può anche notare come le variazioni nel rapporto Loans/Deposits anticipino quasi sempre quelle nei saggi di interesse, anche se per esaminare meglio questo effetto occorrerebbe analizzare le serie dopo avere eliminato il trend.

Se si volesse misurare l'andamento del rapporto fra domanda e offerta di capitale monetario per mezzo di *tutto* il debito creato si andrebbe completamente fuori strada.

¹ I business loans sono i prestiti commerciali e industriali a breve termine concessi dalle banche commerciali.

Supponiamo ad es. che una certa quota del reddito nazionale realizzato venga costantemente impiegata per il continuo riacquisto delle obbligazioni esistenti. Il tasso di interesse continuerebbe a scendere e il prezzo medio delle stock di obbligazioni a salire e questo si rappresenterebbe come un aumento del rapporto fra stock del debito e denaro, circostanza che comporterebbe una relazione *inversa* con il saggio di interesse. In realtà, il continuo aumento del prezzo dello stock di debito obbligazionario esprimerebbe l'esatto contrario di un accrescimento del rapporto fra domanda e offerta di capitale monetario perché non vi sarebbe qui nessuna domanda di capitale monetario ma solo di capitale fittizio che corrisponde sempre allo stesso capitale monetario da gran tempo convertito in capitale produttivo o mercantile. Gli effetti di una domanda relativamente crescente di capitale monetario sono visibili nell'accresciuto tasso di emissione di *nuovi* titoli di credito – non certo nella continua circolazione dei vecchi – teoricamente corrispondenti a capitale produttivo addizionale. Sotto questo aspetto un volume monetario crescente di obbligazioni non deriva necessariamente da un crescente indebitamento da parte di capitalisti produttivi perché potrebbe tranquillamente essere l'effetto di una continua speculazione sui titoli obbligazionari, la quale anzi indicherebbe la formazione di capitale monetario latente assieme al ristagno della richiesta di ulteriore credito di capitale dovuto alla stasi se non al declino dell'accumulazione di capitale produttivo.

3. Credito e Capitale Monetario

La teoria standard concepisce il processo all'inverso, poggiante sulla testa invece che sui piedi, anche se i differenti partiti teorici vedono le cose in maniere differentemente metafisiche. In generale non esiste circolazione di capitale e di capitale monetario. Un partito enfatizza sommamente che il denaro (si noti bene: il *denaro*, non il capitale monetario) viene creato dalle banche e dalle banche cancellato quando ritorna al punto

di origine. Non essendoci circolazione di capitale monetario non ci può neppure essere interazione fra domanda e offerta di capitale monetario e quindi il saggio di interesse, almeno quello a breve termine, riceve un'origine arbitraria ed esterna al sistema del credito nella sua fissazione da parte della Banca Centrale.² Indipendentemente da queste proposizioni, che potranno magari venire esaminate più da presso in qualche apposito scritto, nella faccenda sono soprattutto due le cose completamente fraintese, l'emissione di denaro creditizio da parte delle banche e i cosiddetti risparmi.

a) Sconto

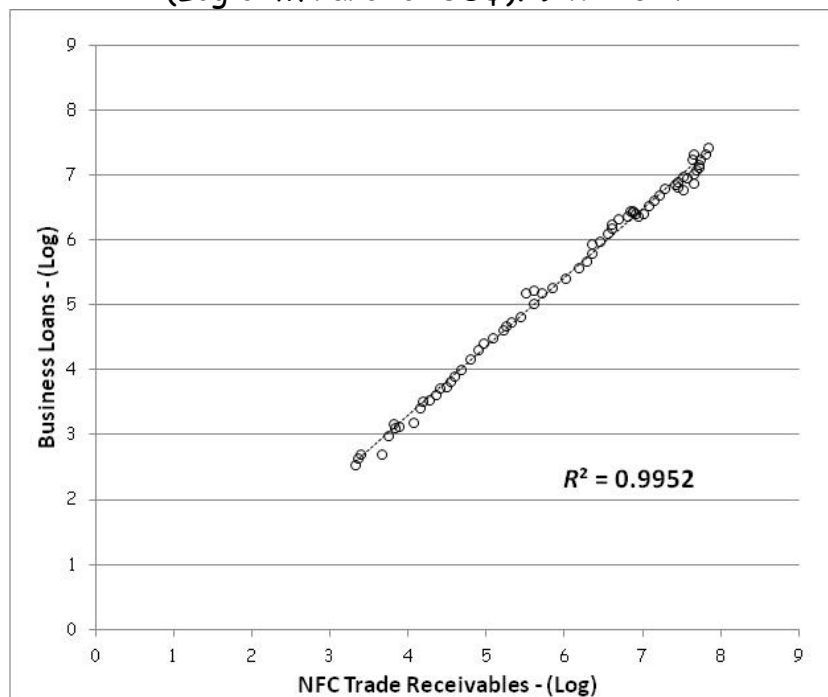
Il mutamento di forma dell'attività di emissione di denaro creditizio rispetto allo sconto classico dell'epoca dei bills of exchange e della vasta famiglia degli effetti commerciali ha dato alimento all'idea che le banche creino dal nulla, ma questo è impossibile oppure non vuole dire nulla. I bills of exchange e le tratte erano direttamente una forma di denaro che svolgeva le funzioni di mezzo di circolazione e di pagamento, in un ambito certo limitato ma le svolgeva. Si potrebbe asserire che questo denaro era esso stesso emesso "dal nulla", non dalle banche ma direttamente da parte dei capitalisti produttivi e commerciali; una volta scontato, il denaro commerciale contava come asset nei bilanci delle banche fino alla scadenza quando doveva essere incassato e sparire. La generalizzazione dei depositi da una parte e la sospensione definitiva di ogni tipo di convertibilità del denaro emesse dalle banche centrali dall'altra hanno naturalmente eliminato la necessità dello sconto e le funzioni di denaro degli effetti commerciali. Non potevano però in nessun modo eliminare la necessità del credito commerciale ai capitalisti cioè dell'anticipazione della realizzazione delle merci mediante il denaro creditizio bancario, che ora avviene senza

² È comunque una posizione contraddittoria perché questi stessi tolgono praticamente ogni funzione alle riserve, ossia al denaro della Banca Centrale, asserendo che le banche commerciali non prestano le riserve e che il livello di credito concedibile non dipende dalle riserve esistenti. Quindi, aggiungo io, neppure il saggio di interesse caricato dalle banche commerciali può dipendere in qualche modo dal tasso di sconto sulle riserve da queste prese a prestito.

l'intermediazione del denaro commerciale ma non senza l'esistenza della circolazione delle merci da finanziare come condizione preliminare. In realtà sono ora le banche stesse che emettono il denaro commerciale direttamente sulla base della circolazione mercantile. Questo denaro è ovviamente al tempo stesso denaro bancario convertibile nel denaro emesso dalla banca centrale.

Una forma di credito commerciale diretto continua ad esistere e anzi si è alquanto sviluppata accanto al credito bancario. Si tratta di un credito fra aziende creato con le trade receivables e payables, che non circola come denaro, può essere scontato presso capitalisti finanziari specializzati e che funge in qualche modo da riferimento per il credito bancario a breve (Figura 4), circostanza che dimostra che questo credito non è emesso dal nulla ma rispecchiando in qualche modo la circolazione mercantile.³

Figura 4. US. NFC Trade Receivables e Business Loans.
(Log di Miliardi di US\$).1947-2014



³ La visione standard di questo credito è che esso finanzia il working capital delle aziende produttive, mentre il credito a lungo termine finanzia la formazione di capitale fisso. In questo modo il processo viene ancora volta rovesciato sulla testa. Esattamente come lo sconto classico, il credito a breve serve ad accelerare la circolazione del capitale anticipando la realizzazione delle merci prodotte. Ovviamente il capitale monetario così ottenuto serve poi essenzialmente per il capitale circolante, e in questo modo sembra che il credito venga dal cielo per consentire l'esistenza del capitale circolante. Tuttavia: *i*) solo una parte del prodotto in merce ha bisogno di essere coperta dal credito a breve; *ii*) senza l'esistenza di una produzione in corso, di uno stock di fatture da riscuotere e di credito commerciale concesso ai clienti non vi sarebbe nessun credito a breve (business loans) da parte delle banche commerciali.

Se le funzioni del credito commerciale vengono assunte direttamente dal credito bancario devono finire con lo sparire dalla vista in quanto il denaro commerciale viene completamente assorbito da quello bancario. Un tempo gli effetti commerciali dopo essere stati scontati dalle banche che li sostituivano con il proprio denaro creditizio (banconote etc.) continuavano ad esistere fino alla scadenza, ed apparivano quindi come una contropartita diretta del credito bancario. Oggi, questo è impossibile perché sarebbe assurdo emettere simultaneamente due forme di denaro creditizio, una inferiore e una superiore che assorbe in sé la precedente. *Ergo* appare solo la seconda, come se il tutto venisse dal cielo – infatti molti usano la locuzione “ex-nihilo” riservata una volta a Dio – e, soprattutto come se la circolazione del capitale, e quindi anche alla produzione che è un momento nella circolazione, fosse mossa unicamente da un impulso esterno da rinnovarsi di continuo.

b) Risparmi

Anche gli investimenti ossia l'accumulazione di capitale finisce preda della necessità di ricorrere all'impulso esterno mediante il credito. Ma qui si è fuori strada due volte. Una perché la maggior parte dell'accumulazione netta di capitale fisso è autofinanziata dai profitti non ridistribuiti e accumulati come capitale monetario, e l'altra perché il capitale monetario da prestito per l'accumulazione non è originato nella forma di denaro creditizio bancario. Le banche commerciali non possono emettere credito per finanziare l'accumulazione perché sono del tutto inadatte al credito produttivo a lungo termine che è quasi completamente credito di tipo obbligazionario non mediato dall'emissione di denaro creditizio ma solo di capitale fittizio. Il capitale fittizio creato viene acquistato contro denaro bancario già esistente, che è il risultato di una previa circolazione di denaro creditizio il quale, ridepositato nel sistema bancario, dimentica di essere denaro creditizio e resta semplicemente

denaro bancario convertibile nel denaro della banca centrale, mentre la sua origine creditizia rimane fissata nel loan registrato nel bilancio della banca emittitrice.

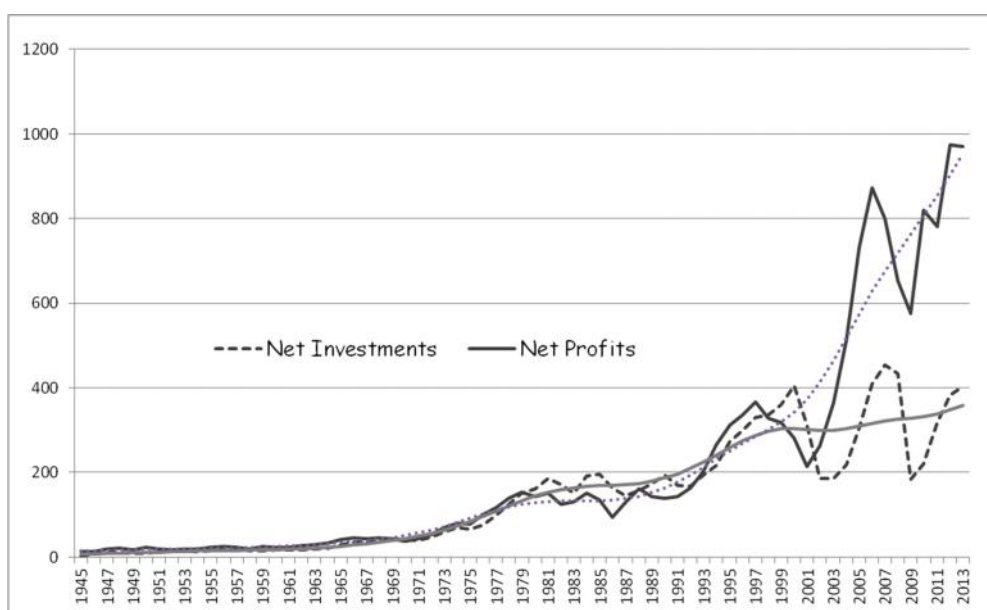
Il principio secondo il quale “gli investimenti creano i risparmi”, tirato fuori in contrapposizione all’idea del senso comune secondo cui “i risparmi creano gli investimenti”, è una formulazione metafisica perché nelle contabilità nazionali il risparmio non ha una definizione univoca e razionalmente fondata. Se si intende asserire che gli investimenti sono la condizione della formazione di capitale monetario piuttosto che il contrario, allora diventa un principio irrazionale. È ovvio che senza l’accumulazione di capitale produttivo, fisso e circolante, l’economia si arresterebbe uscendo da ogni percorso di equilibrio, ma non è questo che la proposizione vuole intendere. L’idea è che gli investimenti si effettuano creando il capitale monetario *dal nulla*, capitale che alla fine viene rimborsato dai risparmi generati durante il processo. Se al posto dei risparmi mettiamo i profitti realizzati onde stabilire se viene prima la realizzazione dei profitti oppure l’accumulazione netta di capitale, il risultato è abbastanza chiaro (vedi Appendice 1). In questa forma il rapporto fra capitale produttivo e capitale monetario è posto univocamente poiché i profitti netti realizzati dai capitalisti non sono qualcosa di generico definibile in modi contraddittori come i risparmi. Va notato che se la direzione procedesse univocamente dall’accumulazione ai risparmi non potrebbe esistere accumulazione di capitale monetario, se non per accidente o per fini speculativi, poiché, non appena creato, il capitale monetario verrebbe istantaneamente annullato dal rimborso. In altri termini, non si potrebbe avere una circolazione del capitale monetario.

Appendice 1. *Investimenti e Profitti*

Nella sostanza una variante della teoria corrente immagina che le variazioni nel saggio del profitto siano determinate fondamentalmente dall'andamento del tasso di utilizzo della capacità produttiva, il che implica che il saggio del profitto compie ampie oscillazioni attorno a un trend stazionario. Il grado di utilizzo della capacità produttiva a sua volta è determinato dai movimenti della domanda a breve termine che si riflettono nell'andamento degli investimenti. Siccome i profitti sono sempre i profitti realizzati in denaro, assieme all'ammortamento del capitale fisso questi costituiscono la condizione della formazione di capitale monetario latente. Esaminando la relazione temporale fra i profitti e gli investimenti si può cercare di stabilire quindi se sia la formazione di capitale monetario la condizione degli investimenti in capitale produttivo oppure viceversa.

Per effettuare questa misura utilizziamo i profitti netti e gli investimenti netti in capitale fisso non residenziale delle corporation non finanziarie (NFC) americane nel corso di tutto il dopoguerra. (Figura A1).

Figura A1. US. NFC. Profitti Netti e Investimenti Netti Non Residenziali (miliardi di US\$). 1945-2013



Per studiare la relazione di breve periodo fra le due serie viene eliminato il trend non lineare per mezzo di un filtro Hodrick-Prescott ($\lambda = 64$). Delle due serie di residui ottenute si calcolano i coefficienti di determinazione nei due casi opposti di Investimenti (t) vs Profitti ($t+1$) e Profitti (t) vs Investimenti ($t+1$). Il risultato è visibile nelle due Figure A2.1 e A2.2.

Figura A2.1. US.NFC. Investimenti Netti (t) vs Profitti Netti ($t+1$).
Variazioni attorno ai trend. 1947-2013

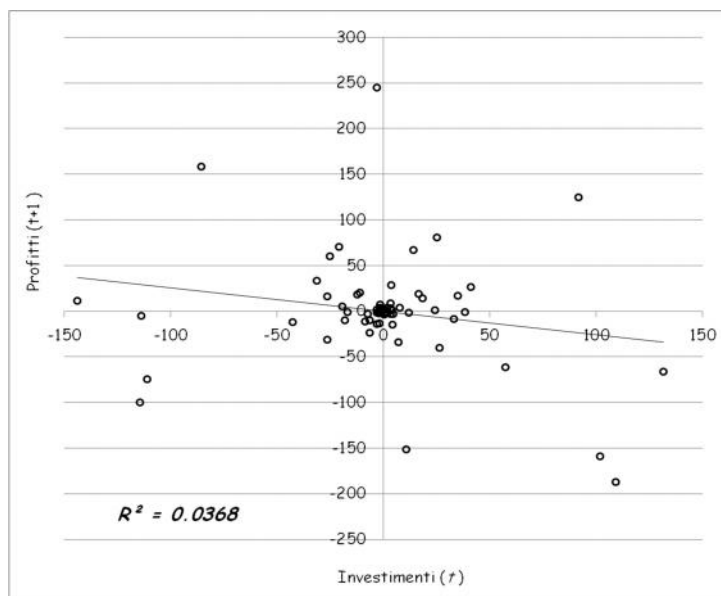
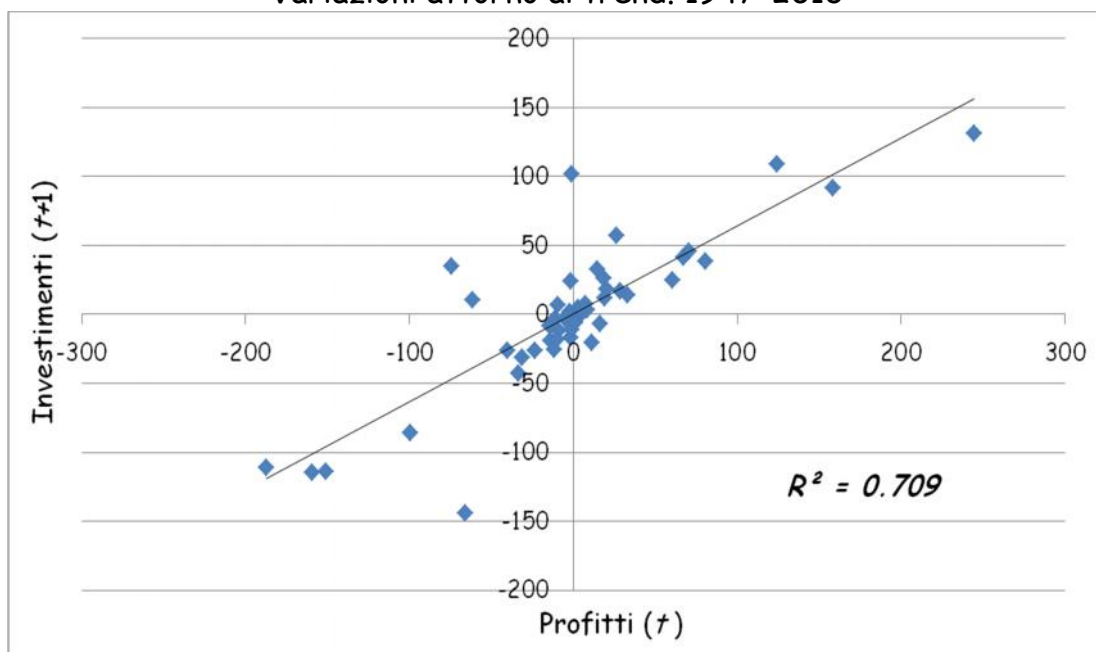


Figura A2.1. US.NFC. Profitti Netti (t) vs Investimenti Netti ($t+1$).
Variazioni attorno ai trend. 1947-2013



Il risultato esposto nelle due Figure A2 non significa minimamente che il livello di investimenti sia determinato da quello del saggio del profitto perché, per quanto siano gli investimenti a rispondere ai profitti piuttosto che il contrario, la risposta varia grandemente. È tendenzialmente crescente nella prima metà del dopoguerra e vieppiù debole nella seconda, in maniera che nel primo periodo la quota di accumulazione tende ad aumentare mentre nel secondo tende a diminuire, come si è visto all'inizio (Figura 2). Due serie possono tranquillamente essere correlate positivamente nel breve periodo ma avere trend diversi se non opposti.