

Cause ed effetti della restrizione del credito in Italia. Una interpretazione “circuitista”

GUGLIELMO FORGES DAVANZATI

1 – Introduzione

Questo saggio si propone di fornire una interpretazione delle cause della restrizione del credito in atto in Italia, a partire dalle categorie analitiche proprie della teoria del circuito monetario o teoria monetaria della produzione (TMP), nella formulazione datane da Augusto Graziani.

In particolare, ci si concentrerà sull'idea di Graziani¹ secondo la quale le crisi economiche possono generarsi in due casi: *i*) «if the banking system is reluctant to grant higher loans»; *ii*) «if firms themselves are reluctant to let their bank debt increase», e si adatterà questa tesi al caso italiano. L'interrogativo che ci si porrà è il seguente: per quale ragione la restrizione del credito è maggiormente intensa in Italia (rispetto alla media dell'eurozona), in una condizione nella quale le banche italiane sono meno sottocapitalizzate e operano in un contesto di politiche monetarie espansive? Verrà argomentato che questo apparente paradosso dipende dalla riduzione della domanda interna, che dà luogo a riduzione dei profitti, e a crescenti insolvenze da parte delle imprese (e a fallimenti). Verrà anche evidenziato il fatto che la riduzione della domanda interna è, in larga misura, imputabile alla riduzione della spesa pubblica e all'aumento della tassazione, e che questo orientamento di politica economica non produce altri esiti se non quello di ridurre il tasso di crescita, accentuare la riduzione dell'offerta di credito e accrescere l'onere degli interessi sui titoli del debito pubblico. Questa tesi verrà argomentata tenendo conto dell'evidenza empirica e delle categorie interpretative elaborate da Graziani per l'analisi dello sviluppo dell'economia italiana, con particolare riferimento alla fragilità del suo tessuto produttivo imputabile, in ultima analisi, al fatto che esso è essenzialmente costituito da imprese di piccole dimensioni, poco innovative e poco esposte alla concorrenza internazionale².

¹ A. GRAZIANI, *The monetary theory of production*, Cambridge, Cambridge University Press, 2003, p. 122.

² Per una bibliografia scelta di testi di Graziani che analizzano lo sviluppo italiano, si vedano, tra gli altri: A. GRAZIANI, *Lo sviluppo in economia aperta*, Napoli, ESI, 1969; ID., *L'economia*

L'esposizione è organizzata come segue. Nel paragrafo 2 si esporrà lo schema della TMP come elaborato da Graziani, che verrà assunto come schema interpretativo dei fenomeni analizzati. Nel paragrafo 3 si darà conto della politica monetaria della BCE, mettendone in evidenza la sostanziale inefficacia per far fronte alla restrizione del credito (par. 3.1). Nel paragrafo 4 si porrà in rilievo la superiore efficacia della politica fiscale e, nel paragrafo 5, si proporranno alcune considerazioni conclusive.

2. – *La teoria monetaria della produzione*

La teoria monetaria della produzione (TMP) si propone come una descrizione del processo economico alternativa a quella neoclassica³, almeno per due aspetti essenziali. In primo luogo, si ritiene che la distribuzione del reddito non è soggetta alla regola marginalista della produttività marginale, stando alla quale le retribuzioni sono commisurate al contributo individuale alla produzione, e si considera che l'assetto distributivo è il risultato della contrattazione fra macro-operatori e, in tal senso, riflette il loro potere contrattuale. Vengono, conseguentemente, rifiutati i principali presupposti della teoria neoclassica: l'indivi-

italiana dal 1945 a oggi, Bologna, Il Mulino, 1972 (II. Ediz. 1979, III ediz. 1989); ID., *Crisi e ristrutturazione nell'economia italiana*, Torino, Einaudi, 1975; ID., *Lo sviluppo dell'economia italiana: dalla ricostruzione alla moneta unica*, Torino, Bollati Boringhieri, 2000.

³ L'elaborazione teorica della teoria monetaria della produzione è il punto di sintesi di una corposa indagine scientifica realizzata da Graziani su autori eterodossi. Per una bibliografia scelta di suoi testi per l'analisi economica e per la critica dell'economia *mainstream*, si vedano, tra gli altri: A. GRAZIANI, *Equilibrio generale ed equilibrio macroeconomico*, Napoli, ESI, 1965; ID., *C'era una volta la teoria economica*, in «Alfabeta», n. 10, febbraio 1980, ora in ID. (1997c), pp. 209-218; ID., *L'analisi marxista e la struttura del capitalismo moderno*, in *Storia del marxismo*, Vol. IV, Torino, Einaudi, 1982, pp. 701-741; ID., *The debate on Keynes's finance motive*, in «Economic Notes», n.1, 1983, pp. 5-32; ID., *Moneta senza crisi*, in «Studi economici», n. 24, 1984, pp. 3-37; ID., *Le teorie del circuito e la Teoria generale di Keynes*, in M. MESSORI (a cura di), *Moneta e produzione*, Torino, Einaudi, 1988, pp. 95-115; A. GRAZIANI, *Nuove interpretazioni dell'analisi monetaria di Keynes*, in J. KREGEL (a cura di), *Nuove interpretazioni dell'analisi monetaria di Keynes*, Bologna, Il Mulino, 1991, pp. 15-42.; A. GRAZIANI, *Teoria economica. Macroeconomia – quarta edizione*, Napoli, ESI, 1992; ID., *Teoria economica. Prezzi e distribuzione – terza edizione*, Napoli, ESI, 1993; ID., *La teoria monetaria della produzione*, Arezzo, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, 1994; ID., *Money as purchasing power and money as a stock of wealth in Keynesian economic thought*, in G. DELEPLACE, E. NELL (eds), *Money in Motion. The Post-Keynesian and Circulation Approaches*, New York, Macmillan, 1996, pp. 200-238; A. GRAZIANI, *The Marxist theory of money*, in «International Journal of Political Economy», 27 (2), 1997a, pp. 26-50; ID., *Let's rehabilitate the theory of value*, in «International Journal of Political Economy», 27 (2), 1997b, pp. 21-25; ID., *I conti senza l'oste*, Torino, Boringhieri, 1997c; A. GRAZIANI, M. VALE, *The Marxist Theory of Money*, in «International Journal of Political Economy» Vol. 27, No. 2, *Marxian Theory: The Italian Debate* (Summer, 1997), pp. 26-50; A. GRAZIANI, *Introduzione a D.N. McCLOSKEY, La retorica dell'economia*, Torino, Einaudi, 1988; A. GRAZIANI, *The relevance of Economic ideas of the Past*, in S. NISTICÒ, D. TOSATO (a cura di), *Competing Economic Theories*, London, Routledge, 2002; A. GRAZIANI, *Microéconomie et Macroéconomie: A qui la priorité*, in P. PIEGAY, P.L. ROCHON (a cura di), *Théories monétaires postkeynésienne*, Parigi, Economica, 2003.

dualismo metodologico, l'assioma della scarsità (esogena) delle risorse e il principio della 'sovranità del consumatore', includendo nel discorso economico variabili che la tradizione neoclassica ha, di norma, espunto dal piano analitico, con particolare riferimento alla dimensione del potere, individuale e di gruppo, ai conflitti distributivi, e alle relazioni di gerarchia e di dipendenza⁴. In secondo luogo, in questo schema teorico si pone l'accento sul ruolo della moneta come *primum movens* della produzione di merci, nel senso che si ritiene impossibile l'avvio del processo produttivo senza la preventiva creazione di mezzi di pagamento da parte del sistema bancario⁵. Questa impostazione – la cui genesi viene fatta risalire a Marx – ha i suoi primi sviluppi intorno agli anni Venti del Novecento grazie ai contributi di Knut Wicksell e Joseph A. Schumpeter. Il suo consolidamento, sul piano analitico, si ha, in quegli anni, con il *Treatise on Money* di Keynes, ed è a partire dagli anni Cinquanta del Novecento che gli studi nell'ambito della TMP subiscono un ulteriore impulso soprattutto per opera di economisti italiani e francesi. Nell'ambito della TMP, si ritiene che la moneta svolge la sua funzione essenziale proprio nel momento del finanziamento della produzione – il cosiddetto *initial finance* – così che *la produzione di beni e servizi presuppone la produzione di moneta*.

Lo schema-base di funzionamento del circuito monetario si basa sull'esistenza di tre macro-operatori: le banche, le imprese, i lavoratori⁶. Lo schema prevede fasi sequenziali articolate come segue. Le banche, nel loro complesso, creano moneta-credito sulla base della domanda di finanziamento proveniente dalle imprese (ipotesi di moneta endogena). Queste ultime quantificano l'*initial finance* sulla base del monte salari contrattato con i lavoratori. Gli scambi interni al macro-operatore imprese danno luogo a un saldo netto nullo, dal momento che non si dà fuoriuscita di moneta dal sistema delle imprese⁷. Assumendo che la propensione al consumo dei lavoratori sia unitaria, l'intero monte salari monetario torna alle imprese sotto forma di ricavi di vendita, così che i costi monetari di produzione (pari al monte salari monetario), *per le imprese nel loro complesso*, sono identicamente uguali ai ricavi che esse sono in grado di ottenere vendendo i beni e servizi prodotti, per qualunque livello dei prezzi. Questa raffigurazione del processo economico dà luogo a ciò che è stato definito il 'paradosso dei profitti'.

⁴ A. GRAZIANI, *The monetary theory of production*, cit.

⁵ L'elaborazione teorica di Graziani fu profondamente influenzata da quella di Bernard Schmitt, le cui prime pubblicazioni sull'argomento datano agli anni Cinquanta del Novecento. Le tesi di Schmitt e della scuola di Digione fanno riferimento a una peculiare interpretazione della TMP che viene alternativamente denominata 'teoria dell'emissione monetaria' o 'teoria quantica della moneta e della produzione'. In estrema sintesi, si ritiene che, in virtù del fatto che la moneta bancaria, essendo puro credito, non è visibile, si può stabilire che l'iniziale flusso monetario generato dal dipartimento monetario si traduca *istantaneamente* nel riflusso dello stesso ammontare di credito, implicando la contestuale creazione e distruzione di moneta. Si veda C. GNOSS, S. ROSSI (eds), *Modern monetary macroeconomics: a new paradigm for economic policy*, Cheltenham, Elgar, 2012.

⁶ Non verrà qui preso in considerazione, per semplicità espositiva, il ruolo della banca centrale.

⁷ A. GRAZIANI, *The monetary theory of production*, cit.

Graziani ha proposto di risolvere il problema assumendo, alternativamente, che le imprese rimborsino le banche con beni o che le banche accettino un «grado normale di indebitamento». Altre soluzioni sono state proposte e, su questo specifico punto, il dibattito può considerarsi ancora aperto⁸. Il principale punto in discussione, al di là degli aspetti propriamente tecnici, è se lo schema di Graziani debba intendersi come uno schema di “teoria pura”, ovvero uno schema che si pone su un piano di massima astrazione, o se, diversamente, lo si possa interpretare come schema di interpretazione/descrizione del funzionamento di un’economia capitalistica nella quale le decisioni da parte delle banche in ordine alla creazione di moneta-credito costituiscono il *primum movens* del processo produttivo.

In quanto segue, si recepisce la convinzione che la TMP risulta essere uno strumento utile per interpretare le dinamiche macroeconomiche correnti, dal momento che suggerisce due fondamentali categorie di analisi: 1) l’offerta di moneta è interamente endogena e *demand-driven*, così che – come si avrà modo di verificare – è la domanda di finanziamenti espressa dalle imprese a determinare l’offerta; 2) il mercato del lavoro è residuale rispetto al mercato del credito, così che occupazione e salari sono fissati sulla base delle decisioni di produzione delle imprese e del finanziamento loro accordato dalle banche.

3 – La politica monetaria della BCE e la restrizione del credito

La crisi finanziaria del 2008⁹ ha significato un indebolimento dell’economia europea: le risposte di politica economica (sia fiscale che monetaria) per fronteggiare la recessione economica, dipendono - come noto - dalla diagnosi sulle cause. Sulle quali non vi è stata unità di riflessione: un acceso dibattito pubblico ed accademico ha invece accompagnato queste scelte di politica economica.

In Italia l’offerta di credito bancario aveva iniziato a decelerare già nella prima metà del 2007, all’indomani di una espansione durata quasi un quinquennio. La dinamica dei prestiti si è ancora affievolita con lo scoppio della crisi, fino a divenire negativa alla metà del 2009.

In concomitanza con questi fatti, la Banca Centrale Europea ha varato una strategia di politica monetaria espansiva e ha portato i tassi di interesse a valori negativi, con l’obiettivo esplicito di contrastare la restrizione del credito in atto. Nelle intenzioni di Draghi (della BCE) portare sotto zero i tassi sui depo-

⁸ G. FORGES DAVANZATI, *Credito, produzione, occupazione: Marx e l’istituzionalismo*, Roma, Carocci, 2011.

⁹ Non faremo riferimento, in questo scritto, al dibattito sulle cause della crisi finanziaria mondiale del 2008. Si rimanda ad una bibliografia essenziale, utile a inquadrare le prospettive eterodosse nell’analisi della recente crisi economica: E. BRANCACCIO, G. FONTANA (a cura di), *The global economic crises. New perspectives on the Critique of Economic Theory and Policy*, London-New York, Routledge, 2011; G. FORGES DAVANZATI, R. REALFONZO, *Low wages, consumer credit and the crisis: A monetary theory of production approach*, in E. BRANCACCIO, G. FONTANA (a cura di), *op. cit.*; C. LAPAVITSAS, *Crisis in the Eurozone*, New York, Verso Books, 2012.

siti¹⁰ dovrebbe (avrebbe dovuto) incentivare le banche a ridurre i loro depositi presso la BCE e a destinare maggiori risorse per il finanziamento della produzione e degli investimenti. Va chiarito, però, che non è affatto certo che le banche reagiscano nel modo previsto da Draghi, dal momento che, come è stato rilevato¹¹, tassi di interesse negativi sui depositi che le banche detengono presso la BCE equivalgono di fatto a una tassazione degli utili bancari, a fronte della quale ci si può attendere che le banche reagiscano aumentando i tassi di interesse sui prestiti a imprese e famiglie: l'esatto contrario di quanto prospettato dalla Banca Centrale. Contestualmente, per favorire ulteriormente la liquidità, la BCE ha fatto ricorso ad ulteriori strumenti, tra cui il TLTRO (*Targeted Long Term Refinancing Operation*) che prevede prestiti alle banche¹².

Nel suo complesso, e nelle intenzioni dichiarate dal Governatore della BCE, si tratta di una consistente immissione di liquidità nel settore bancario, con effetti di segno ambiguo sull'espansione del credito. Vista in quest'ottica, questa manovra, nelle condizioni date e con i poteri dati alla BCE, appare la sola possibile per creare le condizioni per l'espansione del credito¹³.

È opinione diffusa, nel senso comune e nella teoria economica dominante¹⁴, che gli Istituti di credito non facciano altro che raccogliere risparmi ed erogare

¹⁰ Una manovra di politica monetaria espansiva può realizzarsi attraverso una manovra sui tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, su quelle di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale.

¹¹ Si veda, A. TERZI, *I tassi sotto zero congelano l'Europa*, 4 Dicembre 2013.

<http://keynesblog.com/2013/12/04/i-tassi-sotto-zero-congelano-la-deflazione/>

¹² Con l'acronimo TLTRO (*targeted long term refinancing operation*) si fa riferimento a prestiti che la Banca centrale Europea concede alle banche dell'Eurozona per incentivare l'erogazione di credito destinato a famiglie e imprese (da ciò l'aggettivo *targeted*). Si tratta di prestiti che si differenziano dai cosiddetti prestiti «LTRO» (*long term refinancing operation*) che nel 2011 prima e nel 2012 poi servirono a iniettare una buona dose di liquidità nel sistema bancario. Ue affetto da una paralisi pressoché totale, ma lasciando ampia discrezionalità alle banche nell'utilizzo dei fondi messi a disposizione dei vari istituti. Alla prima asta dei TLTRO, tenutasi per la prima volta nel settembre 2014, i prestiti banditi non sono stati assegnati: tale reticenza da parte del sistema bancario si giustifica in considerazione del fatto che, a fronte di una economia recessiva, difficilmente le banche si assumono il rischio di vedere aumentare le sofferenze bancarie a causa dell'aumento dei "cattivi pagatori".

¹³ È però possibile richiamare la nota metafora keynesiana secondo cui se è possibile portare un cammello all'abbeveratoio, non lo si può, però, costringere a bere: è questa una delle intuizioni keynesiane più note che spiegano il concetto di «trappola della liquidità». Tale condizione, come noto, si verifica quando con i tassi d'interesse nominali ormai zero o vicini a zero, le banche centrali non possono farli scendere ulteriormente, e pertanto gli strumenti a disposizione della politica monetaria si esauriscono. Il vero motore dei consumi, infatti, come aveva intuito Keynes (Id., *Teoria Generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino, Utet, [1936] 1994), risiede nella fiducia prima ancora che nei tassi. Se la fiducia viene meno, nemmeno tassi di interesse nulli o un aumento della base monetaria possono far ripartire i consumi. In altri termini, la liquidità immessa sul mercato con gli strumenti di politica monetaria non si trasforma necessariamente in investimenti da parte delle imprese né in consumi da parte delle famiglie.

¹⁴ Una delle distinzioni fondamentali tra approcci teorici *mainstream* ed approcci teorici eterodossi, come quello proposto da Graziani, risiede nel considerare o meno il settore bancario nella sua mera funzione di intermediazione creditizia.

prestiti a imprese e famiglie, svolgendo una pura funzione di *intermediazione*. Come teorizzato da Keynes, e poi ripreso nel quadro teorico analitico proposto da Graziani, si tratta di una tesi errata sul piano logico e fattuale: il sistema bancario nel suo complesso può creare moneta senza incontrare vincoli di scarsità, ovvero senza aver bisogno di una preventiva raccolta di depositi¹⁵. Ciò a ragione del fatto che, essendo la moneta una pura convenzione sociale (ovvero, si si accetta un'unità monetaria solo in quanto si sa che verrà accettata da altri), il suo costo di produzione è prossimo allo zero; e ogni risorsa la cui produzione non comporta costi – ovvero non comporta l'impiego di lavoro – è producibile *ad infinitum*. La convinzione che le banche agiscano come pure intermediarie attiene semmai al piano normativo, ovvero a *ciò che si ritiene dovrebbero fare*¹⁶.

Le interpretazioni relative alle cause della restrizione del credito successiva alla crisi finanziaria e alla recessione economica, iniziata nel 2008 ed ancora in atto, hanno poi portato ad avvalorare l'ipotesi che la restrizione del credito in atto dipenda dalla sottocapitalizzazione del sistema bancario e che, conseguentemente, il rimedio consista nel ricapitalizzarle, incentivandole ad adottare modalità di gestione più efficienti.

Una banca si considera sottocapitalizzata sulla base di parametri costruiti dal comitato di Basilea¹⁷ (il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è un'organizzazione internazionale nata nel 1974, formata dai governatori delle banche centrali del G10, operante sotto la supervisione della Banca dei regolamenti internazionali). Si tratta di parametri stringenti che, di fatto, impongono alle banche di accrescere le riserve e ridurre le esposizioni a più alto rischio. La *ratio* alla base di queste norme consiste nella convinzione che soltanto operando così è possibile evitare fallimenti bancari. Con riferimento al caso italiano, le principali fonti statistiche (si veda il Bollettino Statistico 4/2013 della Banca d'Italia) non evidenziano un problema di sottocapitalizzazione del sistema bancario italiano, rilevando che, a fine dicembre 2013, le sofferenze bancarie si aggirano attorno a circa 155,5 miliardi (il 15.5% dei crediti complessivi) a fronte dei 77 miliardi circa della seconda metà del 2010. È importante sottolineare che, come certificato dall'OCSE nel 2013, *le banche italiane sono meno sottocapitalizzate rispetto alla media OCSE*.

Se si ritiene che ciò dipenda da eccessiva propensione al rischio delle banche o, più in generale, da una gestione inefficiente, allora la regolamentazione si rende effettivamente necessaria¹⁸. E tuttavia, si può rilevare che questa tesi viene smentita dall'evidenza empirica, che attesta l'andamento pro-ciclico dell'offerta di credito¹⁹. In altri termini: l'offerta di credito bancario cresce in fasi

¹⁵ Sulla questione si rinvia ad A. GRAZIANI, *The monetary theory of production*, cit.

¹⁶ Sulla questione si rinvia, fra gli altri a F.J. CARDIM DE CARVALHO, *Aggregate savings, finance and investment*, in «Intervention», vol. 9, n. 2, 2012, pp. 197-213.

¹⁷ Si veda il documento del Comitato di Basilea, disponibile al seguente link: http://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf.

¹⁸ Su questi aspetti si veda V.G. PILLUSO, *Riscrivere le regole in Europa, rivedere il modello delle banche in Italia*, in «Economia Italiana», 1, 2014, pp. 21-28.

¹⁹ V.B. BECKER, V. IVASHINA, *Cyclicality of credit supply*, Harvard Business School, Working Paper 10-107, August, 2011.

espansive e si riduce in fasi recessive, in modo del tutto indipendente dalle modalità di gestione degli Istituti di credito²⁰.

Una posizione alternativa – in larga misura riconducibile alla c.d. *Modern Money Theory*²¹ – lega la restrizione del credito, avvenuta in Italia, alla perdita di sovranità monetaria conseguente all'adozione della moneta unica, secondo una sequenza logica che procede con i seguenti passaggi. Un sistema di cambi fissi, in quanto rende impossibili le svalutazioni, impone di accrescere l'avanzo della bilancia commerciale tramite compressioni dei salari²². Al tempo stesso, gli accordi europei rendono impossibile l'attuazione di politiche fiscali espansive e la monetizzazione del debito. Ne deriva una condizione per la quale inevitabilmente si genera recessione e, data la natura pro-ciclica dell'offerta di credito, inevitabilmente si genera riduzione dell'offerta di credito bancario.

Si tratta di interpretazioni teoriche che evidentemente individuano come cause della restrizione del credito, i vincoli alla politica fiscale derivanti dall'adesione all'Ume –criticità sulle quali lo stesso Graziani ebbe modo di dibattere e dissentire in ambito scientifico e divulgativo²³.

3.1 – L'inefficacia della politica monetaria

Vi sono, tuttavia, buone ragioni per ritenere che la politica monetaria è sostanzialmente inefficace per far fronte alla caduta della domanda e al conseguente aumento del tasso di disoccupazione, e che né la tesi della sottocapitalizzazione bancaria né la tesi della rigidità del tasso di cambio e il divieto di mo-

²⁰ Si consideri che la sottocapitalizzazione non è uniformemente distribuita. I principali istituti di credito su scala globale fanno registrare incrementi di utili eccezionali: si stima che, su base annua, JP Morgan, Citibank, Bank of America, Morgan Stanley e Goldman Sachs abbiano, in media, più che raddoppiato i loro profitti.

²¹ A.P. LERNER, *Money as a Creature of the State*, in «The American Economic Review», 37 (2), May 1947; L.R. WRAY, *The Neo-Chartalist Approach to Money*, Working Paper No. 10, Center for Full Employment and Price Stability, 2000; ID., *The Endogenous Money Approach*, Working Paper No. 17, Center for Full Employment and Price Stability, 2001; ID., *Money*, Working Paper No. 647, Levy Economics Institute of Bard College, December, 2010.

²² Sulla inevitabilità di comprimere i salari in un contesto in cui la restrizione del credito dipende in ultima analisi dalle decisioni delle banche, più che dalla carenza di depositi, si veda A. GRAZIANI, *Real Wages and the Loans- Deposits Controversy*, in «Economie Appliquée», vol. XLVI, n. 1, 1994.

²³ «L'unione monetaria europea sanziona in maniera inequivocabile questa saldatura monetaria tra 11 paesi molto diversi per struttura. Noi italiani non avremmo in realtà niente da imparare, perché una cosa simile l'abbiamo vista nel 1860 e dovremmo conoscerne le conseguenze non solo per averle studiate da grandi, ma anche per averle studiate tra i banchi della scuola. Quindi, in realtà, se c'è un paese dove le conseguenze pericolose o deleterie di un'unione monetaria tra paesi strutturalmente diseguali sono note, questo è proprio l'Italia» (A. GRAZIANI, *Pragmatismi, disciplina e saggezza convenzionale. L'economia italiana dagli anni '70 agli anni '90*, presentazione al convegno organizzato dal Dipartimento di Economia Pubblica della Facoltà di Economia e Commercio dell'Università «La Sapienza» di Roma - 9 novembre 1994, disponibile al seguente link: <http://memmt.info/site/duo-perle-di-augusto-graziani-sullunione-europea-e-sulla-svalutazione/>). Si veda anche A. GRAZIANI, *The monetary policy of the European Central Bank*, in «Rivista internazionale di scienze economiche e commerciali», 51 (1), 2004, pp. 47-60.

netizzazione del debito spiegano interamente il fenomeno²⁴. Per quanto riguarda quest'ultima, occorre rilevare che: *i*) il divieto di monetizzazione del debito è vigente in Italia dal 1981 e non è dunque un'imposizione derivante esclusivamente dall'architettura istituzionale europea; *ii*) la c.d. crisi dell'eurozona (e la prolungata recessione italiana) dovrebbe essere inquadrata all'interno di una più generale ristrutturazione capitalistica che ha – o ha avuto, in tempi recenti – il suo epicentro negli Stati Uniti²⁵. Per quanto riguarda l'efficacia della politica monetaria, può essere sufficiente rilevare che una Banca Centrale non può agire sulle decisioni di finanziamento delle imprese.

Le decisioni delle banche di erogare credito dipendono essenzialmente dalla solvibilità dei debitori, siano essi imprese o famiglie. La solvibilità delle imprese dipende dai profitti realizzati (e da quelli attesi), così come la solvibilità delle famiglie dipende dal loro reddito corrente e atteso. In un contesto di elevata e crescente disoccupazione, la solvibilità di imprese e famiglie non può che ridursi. Ciò si verifica perché, per quanto riguarda le imprese nel loro complesso, un elevato tasso di disoccupazione, in quanto si associa a bassi salari e dunque a bassi consumi, implica bassi profitti monetari, che possono, a loro volta, implicare bassi profitti attesi. Il che non solo riduce la possibilità di rimborso dei debiti, ma ha anche l'effetto di disincentivare la domanda di finanziamenti. Per quanto riguarda le famiglie, è di palese evidenza che, in condizioni di elevata (e crescente) disoccupazione e bassi salari (con prospettive di ulteriori riduzioni), è bassa sia l'erogazione di credito al consumo da parte delle banche, sia la domanda di finanziamenti da parte dei consumatori. In altri termini, la direzione di causalità²⁶ (maggiori finanziamenti alle banche–maggiore erogazione di credito–maggiori investimenti–minore disoccupazione) viene a essere ribaltata: è l'elevata disoccupazione a *causare* la restrizione del credito, in un circolo vizioso per il quale è poi la restrizione del credito a *causare* un'ulteriore crescita della disoccupazione.

Il problema è accentuato dall'interazione fra caduta della domanda aggregata e dinamica della produttività. In un contesto di crescente disoccupazione e, dunque, di calo dei consumi, riducendosi la produzione si riducono gli investimenti (e/o aumentano i fallimenti di imprese) e, per conseguenza, si riduce la dotazione di capitale. Il che implica *i*) riduzione della produttività, a seguito della crescente obsolescenza del capitale; *ii*) riduzione delle dimensioni aziendali. In quanto le banche tendono a erogare credito anche sulla base della congettura del *too big to fail*, si contrae, anche per questa via, l'offerta di credito. A ciò si può aggiungere il fatto che una fase di intensa e prolungata recessione si associa a maggiore incertezza, e maggiore incertezza si associa, a sua volta, a maggiore

²⁴ V. J. TOPOROWSKI, *Le conseguenze economiche di Mario Draghi*, disponibile on line al sito Keynesblog.com del 17.6.2014.

²⁵ V. R. BELLOFIORE, *Two or three things I know about her: Europe in the global crisis and heterodox economics*, in «Cambridge Journal of Economics», vol. 37, n. 3, 2013, pp. 497-512.

²⁶ Come nel caso in esame delle politiche monetarie sostenute dalla BCE in un contesto recessivo (post- 2008) come soluzione al razionamento del credito delle banche.

diffusione di comportamenti consuetudinari²⁷. Per quanto attiene ai rapporti banche-imprese, ciò spinge ad adottare modelli di *relationship banking*, ovvero a privilegiare – nelle scelte di allocazione del credito – imprese con le quali le banche hanno già strutturato reti relazionali. Ne deriva un mercato del credito *duale*, nel quale coesistono imprese con rapporti consolidati con il sistema bancario che ottengono credito, e potenziali nuove imprese che, proprio in quanto nuove, risultano discriminate. Il *relationship banking* è un fattore di freno alla crescita, sia perché non necessariamente le imprese finanziate sono più efficienti di quelle discriminate, sia perché riduce la numerosità delle imprese. In secondo luogo, le imprese maggiormente penalizzate sono, con ogni evidenza, le imprese di piccole dimensioni, che non hanno accesso ai mercati finanziari.

La fig.1 descrive l'andamento dei prestiti alle imprese e alle famiglie nel triennio 2010-2013. Il modesto incremento registrato dal 2010 al 2011 è sostanzialmente imputabile alla moderata crescita di quegli anni (1.7% nel 2010 e 0.4% nel 2011), con tassi di crescita negativi nel periodo successivo (-2.4 nel 2012 e -1.9 nel 2013), attestando il carattere pro-ciclico dell'offerta di credito bancario.

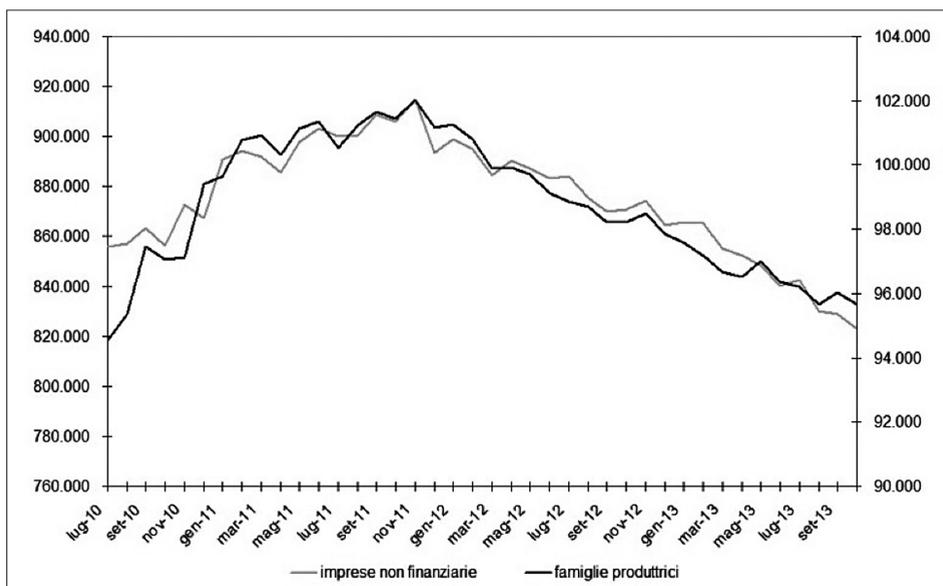


Fig. 1: Prestiti alle imprese non finanziarie e alle famiglie produttrici in Italia (Fonte: Banca d'Italia, 2013)²⁸

²⁷ Si veda, fra gli altri, G.M. HODGSON, *Economics and Institutions*, Oxford, Polity Press, 1988.

²⁸ Per «famiglie produttrici» si intendono le imprese a gestione familiare e le imprese che operano nel settore dell'artigianato: https://www.bancaditalia.it/statistiche/racc_datser/intermediari/segnalaz/norm_rif/sec_ban/Circ_140_91_3_agg_to.pdf.

4 – Politiche fiscali espansive, restrizione del credito e dinamica del debito pubblico

È dunque solo un aumento della domanda a poter spingere le banche ad accrescere i finanziamenti alle imprese. E ciò per le seguenti considerazioni:

1) Se aumenta la domanda aggregata aumentano i profitti delle imprese che vendono su mercati interni. Aumentando i profitti, aumentano i fondi interni ai quali le imprese possono attingere per effettuare investimenti e si riduce la necessità di indebitarsi. In tal senso, *la dinamica della domanda aggregata* (e l'orientamento delle politiche fiscali) *definisce il grado di dipendenza delle imprese dal sistema bancario*. L'aumento dei profitti, a sua volta, accresce la solvibilità delle imprese, rendendo maggiormente conveniente per le banche accordare loro finanziamenti. Le imprese esportatrici, soprattutto se di grandi dimensioni, per contro, possono subire una contrazione dei profitti a seguito dell'attuazione di politiche fiscali espansive fondamentalmente per due ragioni. In primo luogo, in quanto l'aumento della spesa pubblica accresce l'occupazione, ciò determina un aumento dei salari che peggiora la loro competitività sui mercati internazionali. In secondo luogo, l'attuazione di politiche fiscali espansive presuppone l'aumento dell'offerta di titoli di Stato sui mercati finanziari. Poiché il grado di rischiosità dei titoli di Stato è ovviamente minore di quella di titoli privati, ciò pone le imprese che si finanziano su quei mercati nella condizione di dover aumentare gli interessi sui titoli che emettono: il che accresce le loro passività finanziarie.

2) L'aumento della domanda aggregata, in quanto accresce la produzione, ha effetti sulle dimensioni medie d'impresa: appunto, accrescendole. La minore probabilità di fallimento (ovvero la maggiore solvibilità) di imprese di più grandi dimensioni consente alle imprese un più facile accesso al credito.

3) L'aumento della domanda aggregata ha anche effetti sui salari, dal momento che, accrescendo l'occupazione, accresce il potere contrattuale dei lavoratori consentendo loro di ottenere maggiori retribuzioni. Si può osservare che i più alti salari derivano anche dall'aumento delle dimensioni medie d'impresa²⁹. Il che rende maggiormente solvibili i lavoratori nel caso di accesso a mutui bancari³⁰.

Si giunge, così, a concludere che *quanto più le imprese, le famiglie e lo Stato spendono tanto più aumenta l'offerta di credito*, stabilendo che il grado di accomodamento bancario (ovvero la propensione delle banche a concedere pre-

²⁹ <http://keynesblog.com/2014/06/03/piccole-imprese-una-scomoda-verita/>.

³⁰ Letta in questa ottica, la politica di ridimensionamento del settore pubblico, messa in atto con particolare intensità in Italia, ha un evidente effetto controproducente, dal momento che il calo dell'occupazione nel settore pubblico accentua la caduta della domanda e, per questa via, restringe i mercati di sbocco interni. Tuttavia, come di norma accade nelle fasi recessive, è lo Stato a farsi carico di accrescere l'efficienza delle imprese private mediante misure che accrescono l'"efficienza" nel settore pubblico, attraverso, ad esempio, minori oneri burocratici a carico delle imprese e/o redistribuzione del carico fiscale a vantaggio delle imprese (cfr. J. O'CONNOR, *La crisi fiscale dello Stato*, Torino, Einaudi, 1979 [1973]).

stiti) è endogeno, ovvero dipende dalla dinamica della domanda aggregata. La struttura produttiva italiana è, in larga misura, composta da imprese di piccole dimensioni, poco innovative e poco esposte alla concorrenza internazionale. L'Italia è, fra i Paesi dell'eurozona, quello che ha accumulato maggiori avanzzi primari. Le famiglie italiane esprimono una propensione al risparmio maggiore della media europea. In questo scenario, non vi è da stupirsi se la domanda aggregata italiana sia bassa e in costante declino e, per la sequenza delineata *supra*, non vi è da stupirsi se le banche italiane restringano l'offerta di credito più di quanto facciano le banche di altri Paesi europei.

Gli appelli confindustriali rivolti alle banche affinché concedano crediti o, parimenti, l'indignazione diffusa sul loro comportamento servono a ben poco, e si reggono su un fondamentale equivoco: le banche non svolgono una funzione sociale; sono imprese che perseguono l'obiettivo del profitto e, nel perseguirlo nelle condizioni date, trovano conveniente restringere l'offerta di credito.

A ciò, e in linea con Graziani, si può aggiungere un'ulteriore considerazione. La riduzione del tasso di crescita generata dalla restrizione del credito e dalla conseguente riduzione degli investimenti, riducendo la solvibilità dello Stato italiano costringe lo stesso a collocare titoli del debito pubblico sui mercati azionari con tassi di interesse più alti. L'esplosione del debito pubblico non è infatti imputabile alla crescita della spesa pubblica³¹, ma a fattori che non attengono alla gestione della finanza pubblica. In particolare, come mostrato dall'evidenza empirica (v. *fig. 2*), la spesa pubblica in Italia, e la sua dinamica nel corso degli ultimi trent'anni, sono stati costantemente inferiori alla media dei Paesi dell'eurozona, a fronte del fatto che il debito pubblico è stato costantemente superiore. Questo apparente paradosso è stato spiegato alla luce delle seguenti considerazioni. Per quanto attiene alla dinamica dei tassi di interesse sui titoli di Stato, occorre chiarire che essa non si arresta riducendo la spesa. Ciò per queste ragioni. In primo luogo, i tassi di interesse sui titoli di Stato sono stati (e vengono) mantenuti elevati per attrarre capitali speculativi con l'obiettivo di mantenere in pareggio la bilancia dei pagamenti, a fronte dei deficit di partite correnti imputati alla scarsa competitività internazionale delle nostre imprese³². In secondo luogo, gioca qui un ruolo cruciale l'elevata evasione fiscale, dal momento che impedisce recuperi di gettito di entità tale da consentire più agevolmente di ripagare il debito³³. In terzo luogo – e soprattutto –, si può rilevare che gli elevati tassi di interesse sui titoli di Stato italiani sono, in ultima analisi, l'esito di una dinamica di lungo periodo di costante riduzione della domanda interna connessa a una costante riduzione del tasso di crescita della produttività del lavoro³⁴. Con una struttura produttiva composta prevalentemente da imprese

³¹ Si veda: A. GRAZIANI, *L'economia italiana dal 1945 a oggi*, cit.

³² *Ivi.*

³³ Si veda: <http://www.economiaepolitica.it/tag/interessi-sul-debito-pubblico/>.

³⁴ G. FORGES DAVANZATI, *Così muore l'economia italiana*, in «Micromega on line», 10 giugno 2014, disponibile al seguente link: <http://temi.repubblica.it/micromega-online/cosi-muore-leconomia-italiana/>.

di piccole dimensioni, il finanziamento bancario della produzione e degli investimenti assume massima rilevanza, dal momento che poche imprese italiane riescono a reperire risorse sui mercati finanziari³⁵. Come è stato rilevato *supra*, la restrizione del credito è, in ultima analisi, imputabile alla bassa domanda aggregata, dal momento che una bassa domanda aggregata si associa a bassi profitti e all'aumento dell'insolvenza delle imprese. In tal senso, la riduzione del tasso di crescita generata dalla contrazione della domanda interna, dalla riduzione del tasso di crescita della produttività del lavoro e, a questa associata, dalla restrizione del credito, riducendo la solvibilità dello Stato italiano costringe lo stesso a collocare titoli del debito pubblico sui mercati finanziari con tassi di interesse più alti. Si può quindi dedurre che *la dinamica degli interessi sui titoli del debito pubblico è anche influenzata dalla dinamica dell'offerta di credito*, dal momento che la sua riduzione comporta una riduzione del tasso di crescita e la conseguente necessità (per l'aumento della probabilità di insolvenza) di collocare titoli di Stato sui mercati finanziari con tassi di interesse crescenti. Il che dà luogo a un circolo vizioso di causazione cumulativa, che va dalla bassa spesa pubblica al basso tasso di crescita, alla restrizione del credito, alla contrazione degli investimenti e alla necessità di accrescere i tassi di interesse sul debito. È significativo osservare che questa dinamica non è affatto neutrale sul piano della distribuzione del reddito, per una duplice ragione.

In primo luogo, *la riduzione della spesa pubblica* (in quanto si associa a un aumento degli interessi sui titoli del debito pubblico) *costituisce un trasferimento netto di ricchezza alla rendita finanziaria*.

In secondo luogo, nell'impossibilità di "monetizzare" il debito, l'accresciuto onere del debito richiede incrementi di tassazione. Occorre chiarire che la ripartizione dell'onere fiscale, così come la distribuzione dei tagli di spesa, risente del potere contrattuale dei lavoratori e delle imprese nella sfera politica e, in tal senso, non risponde a criteri di efficienza di sistema³⁶. In una condizione di elevata disoccupazione, è dunque lecito aspettarsi che il maggior peso della tassazione (e dei minori trasferimenti pubblici)³⁷ venga fatto gravare sul lavoro, ac-

³⁵ Su questa questione, si rinvia, in particolare, a P. SYLOS LABINI, *Oligopolio e progresso tecnico*, Torino, Einaudi, 1975 [1958].

³⁶ Si veda G. OLSEN, J.S. O'CONNOR, *Power resource theory and the politics of reality*, in J.S. O'CONNOR, G. OLSEN (eds.), *Power resource. Theory and the Welfare State. A Critical Approach*, Toronto, University of Toronto Press, 1988, pp. 3-33.

³⁷ Come scrivono Baran e Sweezy: «consideriamo il caso della spesa pubblica per alloggi e sanità [...] oltre un certo limite l'opposizione comincia a manifestarsi, dapprima da parte degli interessi immobiliari nei confronti della spesa per alloggi. Ma presumibilmente gli interessi immobiliari non hanno particolari ragioni per opporsi all'assistenza sanitaria né i medici particolari ragioni per opporsi agli alloggi. Ciò nonostante, una volta che entrambe le categorie abbiano cominciato a opporsi agli ulteriori aumenti di spesa nelle rispettive sfere, esse possono ben presto trovare di comune interesse unire le forze per opporsi sia all'aumento degli alloggi che all'aumento dell'assistenza sanitaria. L'opposizione per ciascuna voce di spesa, perciò, cresce proporzionalmente al numero delle voci di cui si vuole aumentare la spesa, e diventa dunque massima per aumenti che riguardano tutte le voci del bilancio», V. P.A. BARAN, P.M. SWEETZY, *Monopoly Capital. An Essay on the American Economic and Social Order*, New York, Monthly Review Press, 1966, p. 140.

creditando la tesi di Marx secondo la quale «la causa del fatto che il patrimonio dello stato cade nelle mani dell'alta finanza [è] l'indebitamento continuamente crescente dello stato». Ne discende che «L'indebitamento dello stato è l'interesse diretto dell'aristocrazia finanziaria quando governa e legifera per mezzo delle Camere; il disavanzo dello stato è infatti il vero e proprio oggetto della sua speculazione e la fonte principale del suo arricchimento. Ogni anno un nuovo disavanzo. Dopo quattro o cinque anni un nuovo prestito offre all'aristocrazia finanziaria una nuova occasione di truffare lo stato che, mantenuto artificialmente sull'orlo della bancarotta, è costretto a contrattare coi banchieri alle condizioni più sfavorevoli»³⁸.

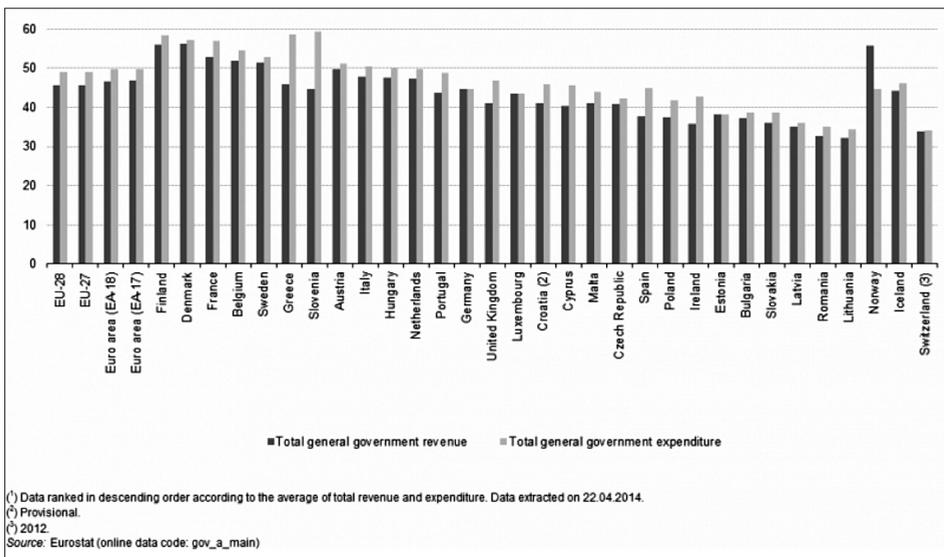


Figura 2: spesa pubblica in Italia e in Europa (fonte Eurostat 2014)

³⁸ veda: K. MARX, *The Eighteenth Brumaire of Louis Bonaparte*, Hamburg, English translation, Moscow, Progress Publisher, 1972 [1869] pp.15 ss.. Occorre ricordare che Graziani ha fornito contributi pionieristici nel "riabilitare" la teoria marxiana della moneta, legando il ciclo del capitale monetario al problema della realizzazione monetaria del plusvalore in uno schema teorico di matrice circuitista. Si veda A. GRAZIANI, *The Marxist theory of money*, cit., e ID., *La teoria marxiana della moneta*, in C. MANCINA (a cura di.), *Marx e il mondo contemporaneo*, Roma, Editori Riuniti, 1986. La possibilità di conciliare lo schema del circuito monetario con la teoria marxiana del valore è comunque un argomento controverso: nel libro primo del *Capitale*, Marx fa chiaramente propria una teoria della moneta merce, a fronte del fatto che, in particolare nel libro terzo, accoglie una visione della natura della moneta come convenzione sociale e puro simbolo. È sulla base di questi ultimi passaggi che regge l'interpretazione circuitista di Marx. Su questi aspetti si vedano: R. BELLOFIORE, *A monetary labour theory of value*, in «Review of Radical Political Economics», 21 (1-2), 1989, pp. 1-25; R. BELLOFIORE, G. FORGES. DAVANZATI, R. REALFONZO, *Marx Inside the Circuit: Discipline Device, Wage Bargaining and Unemployment in a Sequential Monetary Economy*, in «Review of Political Economy», 12 (4), 2000, pp. 403-417.

Si può poi osservare che l'attuazione di politiche fiscali restrittive è, di fatto, funzionale agli interessi delle grandi imprese per le seguenti ragioni.

1) La riduzione della spesa pubblica riduce l'occupazione e, indebolendo il potere contrattuale dei lavoratori, riduce i salari accrescendo i margini di profitto delle imprese di grandi dimensioni, esportatrici, a fronte della riduzione dei profitti delle imprese che vendono su mercati interni. In più, la riduzione dei loro profitti (o anche il loro fallimento) consente di attuare operazioni di acquisizione.

2) Per quanto attiene al finanziamento degli investimenti, se la riduzione della spesa pubblica comporta anche riduzione dell'emissione di titoli del debito pubblico, ciò consente loro di finanziarsi con costi minori sui mercati finanziari. D'altra parte, la restrizione del credito è un problema essenzialmente per le imprese di piccole dimensioni³⁹. Come osservava Graziani⁴⁰:

Le grandi multinazionali, così come hanno bisogno di utilizzare la forza lavoro là dove essa costa meno, devono anche poter attingere capitali finanziari nei mercati più convenienti, senza che gli Stati risucchino la finanza disponibile per coprire il disavanzo pubblico. Per consentire alla grande impresa di mettere in atto pienamente la propria strategia mondiale occorre quindi anche portare il bilancio pubblico al pareggio e ridimensionare drasticamente la presenza dello Stato nei mercati finanziari.

Queste considerazioni portano a rilevare che *la gestione della politica fiscale non è neutrale rispetto ai conflitti intercapitalistici*, dal momento che le imprese di piccole dimensioni hanno interesse all'espansione della domanda interna, interesse configgente con quello delle grandi imprese esportatrici, interessate semmai a reperire risorse nei mercati finanziari e a politiche di moderazione salariale.

5 – Considerazioni conclusive

In questo saggio si è proposta una interpretazione delle cause della restrizione del credito in atto in Italia alla luce delle categorie di analisi proprie della TMP, così come elaborata da Augusto Graziani. Si è mostrato, in particolare, che – particolarmente in un contesto nel quale l'offerta di moneta è endogena – le politiche monetarie risultano del tutto inefficaci per far fronte al problema. Per contro, vi sono motivazioni rilevanti per ritenere che il problema possa essere attenuato attraverso l'attuazione di politiche fiscali espansive. Si è anche evidenziato il fatto che la crescita del debito pubblico italiano non è imputabile alla crescita della spesa pubblica, ma all'aumento dei tassi di interesse, e che questo – seguendo Graziani – dipende, in ultima analisi, dalla fragilità del tessuto produttivo italiano e dalla conseguente necessità di riequilibrare la bilancia dei pagamenti (a fronte di disavanzi strutturali delle partite correnti) attraverso l'attrazione di capitali speculativi.

³⁹ P. SYLOS LABINI, *Oligopolio e progresso tecnico*, cit.

⁴⁰ Si veda A. GRAZIANI (a cura di), *La spirale del debito pubblico*, Bologna, Il Mulino, 1988.