

D

Dipartimento

S

Scienze

E

Economiche

Note di Lavoro

Università
Ca' Foscari
Venezia

Dipartimento
di Scienze
Economiche

Dino Martellato

Credito, Crisi, Profitti e PMI



Credito, Crisi, Profitti e PMI

Dino Martellato

Università Ca' Foscari Venezia

Abstract

L'insorgenza e il prolungarsi dell'attuale recessione dimostrano che tra domanda aggregata, produzione e credito bancario vi è una relazione circolare molto stretta. Gli effetti di questa relazione sono particolarmente importanti nelle realtà economiche locali nelle quali vi è una prevalenza delle PMI. La relazione, tuttavia, è trascurata nei modelli macroeconomici convenzionali. In questa nota si formula un semplice modello di tipo keynesiano che, a differenza dei modelli mainstream, dà enfasi alla relazione tra livello dei profitti e capacità delle imprese di ottenere credito. Il modello si avvale di elementi teorici proposti da Kaldor e Pasinetti e dell'ipotesi che il razionamento del credito si traduca in un aggravio nel costo del denaro per le imprese. L'aggravio implica una riduzione nel livello della produzione, il che è sinonimo di recessione, un calo nei profitti e ulteriori difficoltà ad ottenere credito, in particolare per le PMI.

Parole Chiave

Credito, razionamento, profitti, PMI

Codici JEL

E2, R1

Dino Martellato

Department of Economics
Ca' Foscari University of Venice
Cannaregio 873, Fondamenta S. Giobbe
30121 Venezia – Italy
Fax: (+39) 041 2349157
marteld@unive.it

Le Note di Lavoro sono pubblicate a cura del Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Venezia. I lavori riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità del Dipartimento. Le Note di Lavoro vogliono promuovere la circolazione di studi ancora preliminari e incompleti, per suscitare commenti critici e suggerimenti. Si richiede di tener conto della natura provvisoria dei lavori per eventuali citazioni o per ogni altro uso.

Le Note di Lavoro
del Dipartimento di Scienze Economiche
sono scaricabili all'indirizzo:
www.dse.unive.it/pubblicazioni/
Per contatti: wp.dse@unive.it

Dipartimento di Scienze Economiche
Università Ca' Foscari di Venezia
Cannaregio 873, Fondamenta San Giobbe
30121 Venezia Italia
Fax: ++39 041 2349210

INTRODUZIONE

Questa nota è motivata da un paio di fatti relativi alla recessione del 2008¹. Il primo riguarda la coesistenza di una crisi di domanda per consumi e investimenti e di una stretta creditizia a scala globale: due fenomeni che colpiscono con particolare durezza le imprese di piccola e media dimensione. Le PMI, infatti, hanno una produzione poco diversificata, si rivolgono a mercati più ristretti di quanto non accade per le imprese di più grandi dimensioni e sono fortemente dipendenti dal credito bancario sia per gli investimenti sia per il capitale circolante. Il secondo fatto è la limitata efficacia delle politiche della domanda e, in particolare, la scarsa influenza che la riduzione dei tassi d'interesse ufficiali e l'espansione della liquidità ha avuto sulla domanda reale e sulla disponibilità delle banche a concedere credito, almeno sino ad ora. A questa relativa inefficacia si contrappone il rilievo che il costo del denaro ha per le imprese e le famiglie più indebitate.

L'obiettivo della nota, di conseguenza, è quello di approntare un semplice modello macroeconomico atto a descrivere efficacemente l'interazione tra crisi della domanda e stretta creditizia che è un problema per le PMI. In quanto tale, il modello che si ispira ad alle idee sul risparmio di N. Kaldor e L. Pasinetti e si rivolge al tema dell'instabilità finanziaria che H. Minsky ha affrontato da par suo recuperando dall'oblio la diagnosi di Keynes della natura ciclica e finanziaria dell'economia capitalistica. Il modello utilizzato in questa sede si avvale di un criterio di equilibrio che prescinde dal tasso d'interesse, una variabile che non ha dimostrato particolare efficacia né nel contrastare l'incubazione della crisi finanziaria, né nel risolverne gli effetti reali². Al tasso d'interesse -- quello ufficiale, quello a breve o quello a lungo termine -- viene sostituito il tasso sul credito o costo del denaro. Il costo del denaro, è una delle componenti del mark-up, ossia del margine che si aggiunge ai costi di lavoro e che è la variabile che concorre a determinare il livello della produzione nel sistema. Quindi al costo del denaro va affiancato il mark-up. Il semplice modello proposto è eminentemente macroeconomico perchè postula che vi sia identità tra risparmio e investimento o equilibrio macro e non ha, di conseguenza, una precisa declinazione regionale, ma il problema che esso indaga ha, a parere dello scrivente, un grande rilievo per le economie locali o regionali, in particolare per quelle nelle quali vi è una forte presenza di PMI. L'identità tra risparmio e investimento, che è motivata dalla ricerca della massima semplicità, sembrerebbe rendere il modello poco adatto a rappresentare correttamente economie regionali cioè economie che, di solito, sono molto aperte e quindi debitorie o creditrici nette, ma, nella realtà, consente di decifrare perfettamente la relazione circolare tra credito e livello di attività che è così critica nelle regioni nelle quali predominano le PMI.

¹ La crisi è iniziata nel luglio 2007 negli Stati Uniti, ma la recessione vera e propria in Italia è iniziata nel 2008.

² La BCE e la Fed sono scese a precipizio lungo la scala dei tassi (la BCE ha tagliato 4,25 all'1% in 10 mesi e la Fed dal 5,25% allo 0% in 15 mesi), ma i tassi attivi per le banche ossia i tassi nel mercato del credito non hanno fatto altrettanto.

Nella prima sezione, si riassumono alcune recenti prese di posizione delle banche dell'Eurosistema e delle autorità di governo sulla natura dell'attuale stretta creditizia. La seconda sezione è dedicata al modello e alle conclusioni che da esso si possono trarre.

LA STRETTA VISTA DAL LATO DELLE BANCHE

L'interpretazione ufficiale degli attuali rapporti tra banche e imprese italiane è quella contenuta nelle ultime Considerazioni Finali laddove il Governatore (Banca d'Italia, 2009a, p.11) riconosce che nel primo trimestre del 2009 il credito erogato alle imprese non finanziarie ha cessato di crescere mentre nel 2008 la crescita era stata del 12%. Il Governatore attribuisce l'arresto della crescita sia al calo negli investimenti e nei consumi di beni durevoli sia all'aumentata prudenza delle banche. Nella Relazione non si entra nell'analisi dei rapporti tra recessione e stretta creditizia e cioè nella questione se sia la recessione che obbliga le banche alla prudenza o, viceversa, se sia quest'ultima a contrarre il credito erogato con ciò aggravando la recessione. La Banca d'Italia non nega che vi sia un'accentuazione nel razionamento del credito dato che i risultati dell'indagine sul credito mostrano che nel primo trimestre del 2009 l'8 % delle imprese ha ricevuto un diniego alla richiesta di finanziamento (era il 3% nel 2008).

A livello regionale il rapporto tra credito e recessione è ovviamente condizionato dall'incidenza delle PMI nel totale delle imprese presenti nella regione e a chiarire questo importante aspetto soccorrono i rapporti della Banca d'Italia sulle economie regionali. Con riferimento alle singole regioni, la diagnosi non cambia rispetto a quanto espresso con riferimento all'intera economia nel senso che a parere degli estensori si sta assistendo sia alla riduzione della domanda di credito sia all'aumento della selettività da parte delle banche a seguito dell'aumento del rischio di credito, delle tensioni sulla liquidità e del costo della provvista. Il dato fondamentale è che i prestiti bancari hanno cominciato a rallentare la loro crescita nel 2007 proseguendo per tutto il 2008 fino a cancellarla nel primo trimestre 2009.

Se prendiamo il caso del Veneto (Banca d'Italia, 2009b, p. 11), si nota che la domanda di prestiti è fortemente calata nel settore delle costruzioni e dei servizi, ma leggermente cresciuta nel settore dell'industria con un risultato netto negativo nel 2008. Il dato appare leggermente positivo nel primo trimestre del 2009. I fattori che sembrano aver inciso su questi risultati sono stati il calo degli investimenti e, in minor misura, il calo delle operazioni di M&A e ristrutturazione societaria. E' invece aumentata la domanda di finanziamenti per il capitale circolante e per la ristrutturazione del debito. Per quel che riguarda l'offerta di credito è da notare che vi è stato sia un aumento seguito un calo nei tassi d'interesse sui prestiti sia un inasprimento dei criteri adottati per la concessione dei prestiti con particolare riguardo per le banche di maggiori dimensioni. per quel che riguarda le ragioni di questo inasprimento, le banche adducono l'accresciuta rischiosità delle imprese, i maggiori costi alla provvista e le tensioni sulla liquidità. Questi fattori sembrerebbero in via di attenuazione nei primi mesi del 2009, se non fosse che la BCE ha reiterato anche in giugno 2009 la manovra di forte stimolo che era iniziata nel 2007. La manovra affianca quella consistente

nella progressiva riduzione del tasso di rifinanziamento principale, ed è di tipo eminentemente quantitativo perchè consiste nella concessione di credito alle banche che ne fanno richiesta ad un tasso pari a quello ufficiale, attualmente l'1%. La manovra di fine giugno è stata eccezionale in tutto e per tutto: ammontare record (oltre 400 miliardi di euro), scadenza doppia rispetto alla norma (1 anno invece di 6 mesi), tasso ridotto (1% quando la Fed si prepara ad aumentare il suo e ad anticipare un'analogia inversione da parte della BCE). Questa straordinaria operazione serve ad aumentare la liquidità delle banche e, com'è auspicabile, il credito alle imprese e l'acquisto di titoli di Stato. In realtà gli ultimi dati disponibili (ECB 2009) mostrano che mentre il credito agli Stati continua a crescere vigorosamente, quello alle imprese non finanziarie e alle famiglie sta rallentando. I dati mostrano che il flusso delle erogazioni mensili ha ormai cominciato a scendere il che significa che i tassi di variazione anno su anno calcolati mensilmente stanno anch'essi flettendo seppur lentamente. Sono i crediti a breve termine alle imprese e quello alle famiglie, in particolare, che hanno cominciato a scendere da qualche mese. L'imponente massa di liquidità immessa dalla BCE sembra non venga effettivamente canalizzata nel sistema produttivo dell'EMU. L'operazione dimostra quindi che è la stessa BCE ad essere convinta che la domanda di credito a livello sistemico ci sia, ma che sia razionata: se non vi fosse domanda razionata, l'offerta aggiuntiva di credito sarebbe poco utile. La BCE sta attendendo un'inversione di tendenza e forse meditando l'avvio di operazione di bypass del sistema bancario del tipo di quelle già avviate dalla Federal Reserve³. L'operazione di cui s'è detto ha avuto l'effetto di far scendere immediatamente i tassi nel mercato interbancario con ciò avvalorando l'ipotesi che ci siano tuttora difficoltà di raccolta, ma anche togliendo dal novero delle giustificazioni addotte alla stretta creditizia quella dell'elevato costo della raccolta bancaria, ma non è ancora possibile fino a che punto possa contribuire a far salire anziché scendere il volume di credito accordato alle imprese (in particolare quello a breve termine) e alle famiglie.

Quanto sopra riguarda l'EMU nella sua globalità. Venendo al caso italiano, ve ricordato che con il decreto anticrisi di fine 2008⁴, il governo italiano ha istituito gli Osservatori regionali sul credito. Gli Osservatori sono presieduti dai Prefetti delle città capoluogo regionale, si avvalgono degli Osservatori provinciali che, verosimilmente, attueranno il monitoraggio vero e proprio. Gli Osservatori regionali redigono un rapporto trimestrale avvalendosi di dati sia disaggregati sia aggregati, inclusi quelli della Banca d'Italia. Hanno come compito quello del monitoraggio dell'erogazione del credito, ma pur potendo ricevere istanze e reclami, non sembrano disporre di alcun valido strumento operativo per impedire che il volume credito scenda e il suo costo salga. Hanno, inoltre, una competenza che almeno in parte si sovrappone a quella della Banca d'Italia.

³ Nelle dichiarazioni ufficiali, il Presidente della BCE difende a spada tratta l'approccio europeo chiamato Enhanced Credit Support che, a differenza di quello adottato oltre Atlantico, lascia al sistema delle banche ordinarie il ruolo di perno del sistema di finanziamento all'economia (vedi Trichet, 2009)

⁴ Convertito in legge nel gennaio 2009.

Nella presente sezione, esporremo un semplice modello che, a nostro avviso, riesce a chiarire le implicazioni fondamentali della stretta nel credito sull'economia reale. La tesi è che la stretta nel credito amplifichi gli effetti recessivi della diminuita propensione delle imprese ad investire e dell'aumentata propensione delle famiglie a consumare⁵. H. Minsky (1975) ha ripreso e ampliato molto efficacemente l'idea keynesiana della instabilità finanziaria proponendo un modello nel quale il livello della domanda reale dipende essenzialmente dagli investimenti e dal credito concesso alle imprese. Nella sua teoria sull'instabilità, infatti, l'occupazione e gli investimenti sembrano riflettere soprattutto le "opinioni che i banchieri e gli uomini d'affari hanno circa la struttura da loro considerata accettabile dei rapporti dei rapporti finanziari"⁶. Minsky non tiene conto del fatto che il razionamento del credito si traduce, in un modo o nell'altro, in un aggravio nel costo del denaro per le imprese ed è, quindi, da questa nozione, ormai ampiamente accettata in letteratura, che baseremo il semplice modello presentato in questa sezione. Per analizzare l'interazione tra calo della domanda e stretta creditizia occorre considerare quella tra risparmio e investimento aggregato prescindendo dallo schema macroeconomico convenzionale (quello che, per un verso o per l'altro, fa dipendere l'equilibrio macro dal tasso d'interesse⁷) e abbracciando quello che affida al mark-up, ossia al deus-ex-machina della distribuzione del reddito, il ruolo che negli schemi convenzionali appartiene al tasso d'interesse. Il modello riprende idee di N. Kaldor e di L. Pasinetti per quel che riguarda la propensione al risparmio e il tasso d'interesse.

Gli effetti sul costo del denaro per le imprese e le famiglie prodotti dal razionamento del credito si può rappresentare facilmente partendo dalla constatazione che il mercato del credito è duale ossia che il credito possa essere ottenuto non solo presso le banche che lo razionano, ma anche presso altre organizzazioni, anche se a condizioni più onerose di quelle praticate dalle banche. Il complesso delle imprese, dunque, può ottenere un ammontare prefissato di credito dalle banche, C , ad un tasso prefissato, i . Il fabbisogno restante dovrà essere soddisfatto in modi alternativi che implicheranno un costo aggiuntivo per le imprese. Il costo effettivo del denaro, indicato con j , sarà, di conseguenza, tanto più elevato rispetto al tasso praticato dalle banche, i , quanto più forte è il razionamento ossia quanto più elevata è la domanda effettiva di credito D rispetto al credito concesso dalle banche C . La condizione $D = C$ identifica l'assenza di razionamento. Con credito razionato, $D > C$, le imprese sono costrette a rivolgersi a prestatori non bancari. Questa ipotesi può essere rappresentata facilmente con una funzione esponenziale ad elasticità costante α nella quale il costo effettivo del denaro dipende dal grado di razionamento oltre che dal tasso attivo delle banche i :

$$(1) \quad j = i(D/C)^\alpha.$$

⁵ Se ci si avvalessse dello schema IS-LM, il desiderio di aumentare il risparmio precauzionale e la stretta creditizia hanno l'effetto di innalzare la LM e, rispettivamente, di abbassare la IS con l'effetto di ridurre il livello della produzione, a parità di tasso d'interesse (Auerbach-Kotlikoff, 1997, p. 516).

⁶ Vedi traduzione di Minsky (1975, cap VII) a cura di Manfredi La Manna in Minsky (1981 e 2009) a pag. 178.

⁷ Il tasso può essere la variabile d'aggiustamento del mercato dei fondi mutuabili, in un caso, o del mercato della moneta, in un altro.

L'elasticità α è elevata se il mercato duale o informale del credito è in grado di praticare condizioni molto più onerose rispetto a quelle offerte dalle banche quando vi è razionamento. Come è noto, il razionamento del credito prende due forme: nella prima vi è semplicemente un innalzamento del tasso d'interesse, ossia in i , nella seconda vi è un inasprimento delle condizioni accessorie. Se, come è probabile, l'inasprimento porta al rifiuto per talune imprese dell'apertura di linee di credito o alla revoca del fido, vi sarà una riduzione in C e le imprese interessate sono costrette a ricorrere al mercato alternativo o alla rinuncia pura e semplice, ammesso che questa sia possibile. E' pertanto chiaro che, a parità di condizioni, sia l'innalzamento del tasso i , sia l'inasprimento delle condizioni implica un aggravio per le imprese ossia un innalzamento nel costo effettivo del denaro j . E' altrettanto chiaro che l'aggravio di costo connesso all'inasprimento delle condizioni risulta tanto più elevato quanto più elevato è il valore della elasticità α . La funzione ipotizza, dunque che vi sia un doppio spread: il primo è dato dalla differenza tra i e il tasso sui titoli dello stato, il secondo è quello tra j e i .

La stretta creditizia attuale si manifesta sia con l'aumento del tasso i sia con la contrazione in C . Per valutare completamente il quadro bisogna, tuttavia, considerare che in una situazione recessiva grave come quella attuale e a seguito di diffuse difficoltà di onorare gli impegni di pagamento vi possa essere anche un aumento della domanda di credito D , a parità di domanda reale nel sistema. In una situazione di diffuso calo delle vendite, le imprese per non perdere la propria clientela sono, infatti, fatalmente indotte a vendere sopportando il rischio di ottenere il pagamento con ritardi maggiori di quelli usuali. Di conseguenza, aumenta il rischio di veder scendere gli incassi e salire il fabbisogno di credito a breve termine. I dati della Banca d'Italia (BI, 2009a) mostrano, inequivocabilmente, come vi sia stato un aumento seppur modesto della domanda di credito nel settore industriale che non si spiega con un aumento della produzione, ma con le difficoltà negli incassi. .

Il credito domandato, in definitiva, dipende sia dalla quantità di investimento realizzato dalle imprese e, di conseguenza, dalle prospettive di crescita e innovazione, sia dalla domanda di input intermedi, lavoro dipendente e capitale circolante, tutte grandezze proporzionali o correlate al volume della produzione, sia dalla regolarità negli incassi. In una situazione recessiva com'è quella attuale, gli investimenti sono ridotti e quindi tali da far scendere la domanda di credito. Ma la domanda di credito dipende anche dal livello della produzione corrente ossia dalla regolarità del flusso di cassa che essa garantisce e dal livello dei costi ad essa inerenti. Nelle recessioni, dunque, la domanda di credito connessa al capitale circolante tende ad aumentare, a parità di produzione. Con essa aumenta anche il costo del denaro. Il razionamento, in definitiva, ha come effetti automatici la riduzione del livello della produzione e l'innalzamento dei costi di produzione. Questi effetti possono essere così gravi da compromettere la redditività e, in qualche caso, anche la stessa sopravvivenza delle imprese, in particolare delle PMI che dipendono esclusivamente dal credito e che operano in mercati nei quali la concorrenza è prevalentemente basata sul prezzo.

Dando per scontato che in presenza di razionamento del credito vi sia un aumento del tasso attivo i e in un calo del credito concesso C , il probabile calo della domanda di credito non riesce ad impedire che il costo del denaro effettivo per le

imprese, ossia j , aumenti. La conclusione è rafforzata se la recessione produce una alterazione dei flussi di cassa tale da far aumentare il fabbisogno di capitale circolante e, di conseguenza, la domanda di credito pur in presenza di un calo degli investimenti e della produzione. Resta dunque da chiarire il meccanismo per effetto del quale l'aumento del costo effettivo del denaro concorre con l'aumento della propensione al risparmio, che è tipica delle recessioni, e con il calo degli investimenti a far scendere il livello della domanda reale.

A questo fine consideriamo una normale equazione aggregata di prezzo. Nell'equazione del mark-up il livello dei prezzi P viene fissato in base ad un mark-up (indicato con m) sui costi unitari del lavoro ossia sul rapporto tra costo del lavoro e il livello della produttività λ :

$$(2) P = (1 + m)w / \lambda^8.$$

E' importante notare che il mark-up comprende tutte le voci di costo fatta eccezione per quella relativa al lavoro dipendente e, di conseguenza, anche il costo del denaro. La conseguenza di questa assunzione è che un aumento del razionamento implica, a parità di condizioni, un proporzionale aumento del mark-up e ad una modifica della distribuzione del reddito (vedi la nota in calce alla (2)).

La terza equazione permette di far dipendere il livello del mark-up m dal livello della produzione. La si ricava facilmente dalla condizione di equilibrio tra risparmio e investimento (vedi Appendice). L'equazione stabilisce che per livelli dati degli investimenti reali h , e delle propensioni al risparmio sui redditi da lavoro e sui profitti lordi, rispettivamente s e σ , la relazione tra livello del mark-up e livello dell'output è inversa:

$$(3) m = [h / y - s] / [\sigma - h / y].$$

Questa equazione deriva dall'ipotesi che l'equilibrio macroeconomico sia raggiunto attraverso un aggiustamento nel livello della produzione e in quello del mark-up⁹. La spiegazione economica di quanto viene asserito tramite l'equazione è che, dato il livello esogeno dell'investimento, il finanziamento di tale investimento risulta garantito da due fonti. La prima è l'ammontare dei profitti lordi e dall'ammontare del reddito nazionale tout court: se il mark-up aumenta, il livello del prodotto necessario all'equilibrio diminuisce in proporzione, come risulta dalle curve nella Figura 1¹⁰. Viceversa, se il reddito fosse molto elevato, il mark-up potrebbe essere minore. L'equilibrio macroeconomico, dunque, dipende dalla domanda che diventa produzione e reddito e dal mark-up, ma non dal tasso d'interesse¹¹. Tra il 2008 e il 2009 la maggior parte delle economie si sono trovate in recessione nonostante le banche centrali abbiano portato i tassi ufficiali, e di riflesso quelli dello Stato a breve, ai minimi nel tentativo di aiutare le banche e di scongiurare la deflazione.

⁸ Se definiamo la produttività media come rapporto tra produzione e occupati, $\lambda = y / L$,

l'equazione porta immediatamente a dire che il reddito viene diviso in due quote distributive pari, rispettivamente, a $wL / Py + mwL / Py = 1$.

⁹ Nei modelli mainstream, alla produzione viene associato il tasso d'interesse.

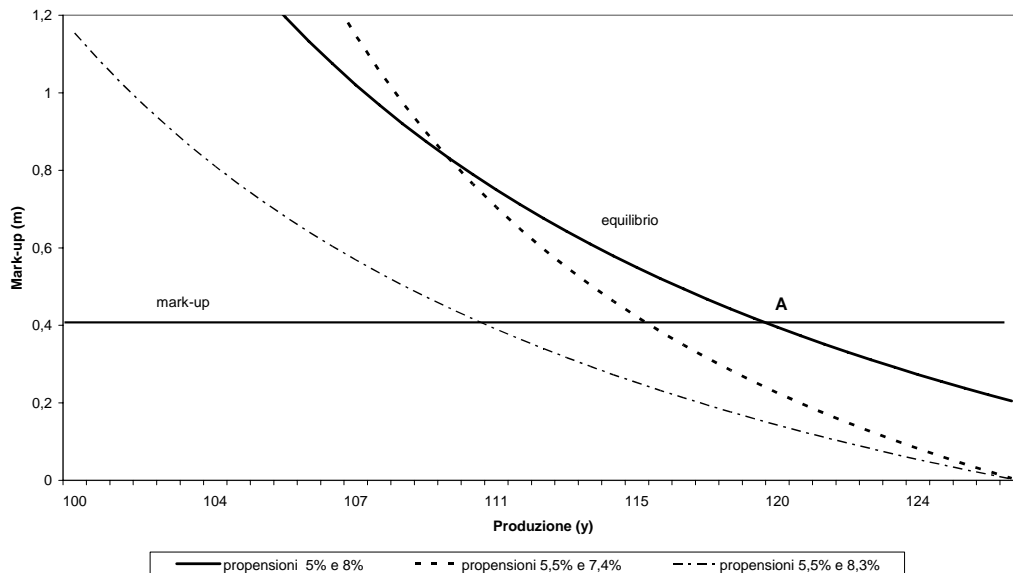
¹⁰ La curva continua riproduce il caso con $s = 5\%$ e $\sigma = 8\%$. Le curve discontinue rappresentano il caso di propensioni al risparmio molto vicine $s = 5,5\%$ e $\sigma = 7,4\%$ e il caso con propensioni più elevate di quelle del caso base $s = 5,5\%$ e $\sigma = 8,3\%$.

¹¹ In Pasinetti (1980), il tasso d'interesse è legato alla produttività e regola la distribuzione del reddito.

L'equazione che chiude il modello prefissa il livello del mark-up ad un livello compatibile con la struttura dei mercati dei beni nel paese considerato. Il livello è invariante rispetto al livello della produzione, ma soggetto a variazioni esogene come il grado di monopolio nei mercati o il costo del denaro preso a prestito:

$$(4) m = \bar{m}.$$

FIGURA 1 - Mark-up lordo e produzione

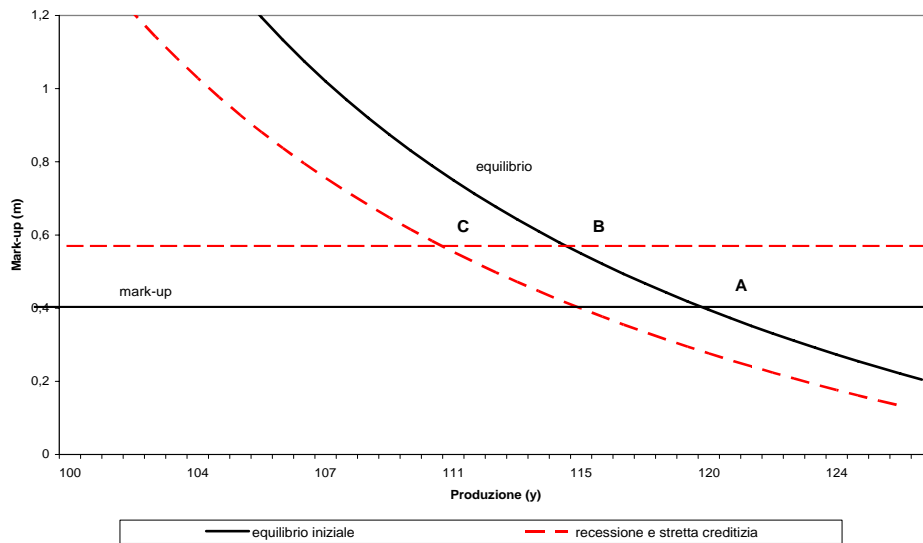


L'equilibrio macroeconomico è raffigurato dall'intersezione delle due linee continue nella Figura 1¹². Il primo dei due principali fenomeni che caratterizzano l'attuale crisi economica e dai quali abbiamo preso lo spunto è la stretta creditizia. Attraverso il meccanismo del razionamento formalizzato nella (1) la stretta si traduce in un aumento del costo effettivo del denaro, soprattutto per le PMI che non hanno alternative al credito bancario. Tale aumento implica un aumento del mark-up \bar{m} ¹³. Quest'ultimo porta ad un aumento dei prezzi nella (2). Nella equazione (3), l'aumento del mark-up porta ad un calo della produzione. L'aumento del costo effettivo del denaro e del mark-up si rappresenta con un innalzamento della retta \bar{m} nella Figura 2. In corrispondenza al passaggio da A a B vi è una riduzione nel livello della produzione e un aumento dei prezzi. Da notare che alla medesima conclusione si arriva considerando il rapporto Py/w (ossia il reciproco della quota distributiva del lavoro). Se il salario medio w cresce meno di Py (il che è probabile perchè in genere il costo effettivo del denaro porta ad un aumento di P e non di w) si ottiene un aumento del mark-up.

¹² Nella figura si nota che l'avvicinarsi delle due propensioni comporta un aumento della pendenza, mentre il loro allontanarsi comporta la riduzione della pendenza.

¹³ Per non appesantire eccessivamente il modello, non formalizziamo il collegamento tra tasso d'interesse e mark-up.

FIGURA 2 - Mark-up lordo e produzione nella recessione e in presenza della stretta creditizia



Il secondo fenomeno degno di nota è il calo degli investimenti e il contestuale aumento della propensione al risparmio. L'equazione (3) rende evidente che tutto questo produce uno spostamento della curva dell'equilibrio macroeconomico verso l'interno e, pertanto, un più forte calo della produzione, come si nota in corrispondenza al punto C nella Figura 2. Le implicazioni di un calo diffuso della produzione sono fin troppo note: il calo allarga la crisi e aumenta il premio di rischio per le banche che sono così fatalmente indotte ad aumentare il razionamento del credito con gli effetti già analizzati su i , su C , su j e quindi sul mark-up lordo \bar{m} .

In conclusione, le imprese percepiscono la stretta nel credito come un innalzamento nel costo effettivo del denaro. Nella crisi l'investimento scende, il fabbisogno di capitale circolante aumenta, aumenta la propensione al risparmio. Nel complesso si registrano spinte sui costi e cali di produzione e occupazione. Questi ultimi propagano e approfondiscono la crisi, riducendo ulteriormente l'affidabilità delle imprese e la propensione delle banche a concedere credito. Ad essere più colpite sono le regioni nelle quali le PMI che, per definizione, non dispongono di valide alternative al credito e, in particolare, al credito bancario, le regioni nelle quali prevalgono le imprese che operano nei settori più esposti alla crisi di domanda e le regioni nelle quali la funzione che descrive gli effetti del razionamento presenta una elasticità maggiore.

Conclusioni

In questa nota si è richiamata l'attenzione sulla natura circolare della relazione tra domanda, produzione e credito. Fatto particolarmente importante nelle realtà economiche, soprattutto regionali, nelle quali prevalgono le PMI. Lo stato del mercato del credito risulta particolarmente sensibile al livello dei profitti e, dunque alla situazione congiunturale, perchè i profitti condizionano la capacità delle imprese di reperire capitale. Le recenti prese di posizione delle imprese, delle banche dell'Eurosistema e del governo italiano mostrano più che ampiamente che nell'attuale fase recessiva, il sistema bancario non è in grado di garantire alle imprese il credito necessario. Si è formulato un semplice modello di

tipo keynesiano che prescinde dal tasso d'interesse e che, contrariamente a quanto accade nei modelli mainstream, conferisce particolare enfasi al livello dei profitti o mark-up e al razionamento del credito. Nelle situazioni più favorevoli di mercato, i profitti sono una fonte di autofinanziamento, ma in quelle meno favorevoli, com'è tipicamente quella della recessione, i profitti sono un fattore che condiziona la capacità delle imprese di ricevere credito a condizioni accettabili. Ne segue che il razionamento del credito compromette la capacità delle imprese di mantenere il necessario livello di produzione e di profittabilità, che a sua volta, retro-agisce sulla capacità delle imprese di offrire adeguate garanzie.

Citazioni

Auerbach, A.J - L.J. Kotlikoff (1997) *Macroeconomia*, Zanichelli, Bologna.

Banca d'Italia - Eurosystema (2009a) *Considerazioni finali*, Roma 29 maggio 2009, esercizio CXV, 2009 Roma.

Banca d'Italia (2009b) *L'economia del Veneto nell'anno 2008*, 25, 2009 Venezia.

European Central Bank (2009)

Minsky, H.P. (1981) *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, Bollati Boringhieri.

Pasinetti, L. (1980) *The Rate of Interest and the Distribution of Income in a Pure labour Economy*, in *Journal of Post Keynesian Economics*, 3(2), p. 130-182.

Trichet, J-C. - L. Papademos (2009) *Introductory statement with Q&A*, Luxembourg, 2 July 2009, www.ecb.int.

APPENDICE

L'equazione (3) nel testo riassume la condizione di equilibrio macroeconomico ossia l'identità tra investimento e risparmio in un'economia chiusa. L'investimento è pari a hP che in base alla equazione di prezzo (2) può essere scritta come:

$$hP = h(1+m)w/\lambda.$$

Il risparmio nazionale si definisce assumendo che la propensione al risparmio dei lavoratori dipendenti, indicata con s , sia inferiore a quella dei percettori di reddito da lavoro indipendente e da capitale, indicata con σ :

$$s < \sigma.$$

Applicando le due propensioni alle due componenti del reddito, otteniamo il risparmio nazionale:

$$swL + \sigma mwL.$$

Tenendo conto della definizione di produttività utilizzata nel testo:

$$\lambda = y/L$$

possiamo ridefinire il risparmio come segue:

$$s(w/\lambda)y + \sigma m(w/\lambda)y.$$

Eguagliando investimento e risparmio e semplificando, otteniamo:

$$(h/y)(1+m) = s + \sigma m.$$

Riordinando i termini, otteniamo l'equazione nel testo:

$$(3) \quad m = [h/y - s]/[\sigma - h/y].$$

Nella Figura 1 si forniscono esempi ottenuti con ipotesi alternative sulle propensioni al risparmio. L'espressione ha senso economico se il rapporto tra investimenti e reddito è interno all'intervallo dato dalle due propensioni al risparmio. In tal caso:

$$x < h/y < \sigma,$$

e:

$$0 < m < \infty.$$