

Il sistema bancario ombra: una riflessione alla luce della teoria monetaria della produzione

STEFANO FIGUERA

1. Introduzione

L'analisi delle forme di finanziamento proposta da A. Graziani nella teoria monetaria della produzione costituisce un importante contributo per la comprensione del carattere monetario dell'economia capitalista e delle funzioni in essa svolte dal sistema bancario (par. 2). In occasione della recente crisi, l'emersione, accanto a quello tradizionale, di un sistema bancario ombra (SBO), di grande rilievo per le dimensioni e il ruolo giocato (par. 3), ha rappresentato una conferma dell'endogenità dell'offerta di moneta (par. 4). Detta evoluzione del sistema degli intermediari creditizi è stata però per lo più interpretata come una conseguenza di carenze regolamentari che impone un nuovo sistema dei controlli (par. 5). La teoria monetaria della produzione offre elementi per una spiegazione degli sviluppi del sistema bancario alternativa a quella del *mainstream* teorico. Essa evidenzia come, più che raffigurare un'anomalia, l'emersione del SBO sia coerente con le esigenze di finanziamento delle imprese e con i loro progetti di accumulazione (par. 6).

2. Ruolo del sistema bancario e natura del finanziamento nell'analisi di A. Graziani

La crisi economico-finanziaria del 2007 ha fatto talora emergere un rinnovato interesse per la teoria di Keynes. Tale attenzione si è però risolta, per ciò che riguarda i profili monetari, in un'enfasi sui limiti delle politiche monetarie e sulla rilevanza della trappola della liquidità. Si è così trascurato un profilo fondamentale della teoria monetaria keynesiana: quello dell'analisi del finanziamento del processo produttivo e del ruolo del sistema bancario. Esso fu al centro dell'attenzione di Keynes negli scritti sul *finance motive* nei quali egli pose l'accento sul ruolo del finanziamento iniziale, erogato dalle banche alle imprese al fine di dare avvio al processo produttivo.

Fu Graziani a soffermarsi su tale tema con alcuni preziosi contributi. Egli richiamò l'attenzione su importanti profili della teoria monetaria di Keynes, proponendone una interpretazione diversa da quelle degli esponenti della Sintesi

Neoclassica e di diversi autori post-keynesiani¹. Egli collocò i contributi sul *finance motive* in una visione complessiva della teoria monetaria keynesiana, evidenziando l'unitarietà di un percorso teorico che dal *Trattato della moneta* giungeva agli scritti del 1937-39, passando per la *Teoria generale*².

La teoria keynesiana della moneta è stata ripresa da quegli studiosi che, rifiutando il paradigma neoclassico, hanno dato vita a un nuovo modo di intendere il carattere monetario dell'economia capitalistica. Quest'approccio, che in contrapposizione a quello tradizionale è stato chiamato «eterodosso», si fonda sul riconoscimento di un nuovo ruolo del sistema bancario. Piuttosto che come semplice intermediario del reddito non consumato, esso viene visto come elemento centrale del sistema economico, come motore indispensabile per l'avvio del processo produttivo.

In tale contesto è stato di grande rilievo l'apporto dato da Graziani sin dagli anni Settanta. Egli ha condensato gli esiti della sua riflessione teorica monetaria nel volume *La teoria monetaria della produzione* il cui titolo riprende quello dell'opera a cui Keynes lavorava all'inizio degli anni Trenta³. Nel rappresentare lo schema di circuito monetario che è alla base della teoria monetaria della produzione, Graziani osservava significativamente: «Keynes [...] è l'autore che pone le basi per un ritorno alla concezione dell'economia come circuito»⁴.

Ma non è solo keynesiano il retroterra della teoria monetaria della produzione; questa muove infatti, al tempo stesso, anche dalla teoria marxiana della moneta e dalla riflessione in ambito monetario sviluppata da alcuni economisti neoclassici «eterodossi» come Schumpeter e Wicksell.

La contrapposizione tra la visione neoclassica e la teoria monetaria della produzione è netta. Quest'ultima rifiuta l'individualismo metodologico e la teoria marginalista della distribuzione e propone un'interpretazione del processo economico in cui la ripartizione dei soggetti in grandi aggregati (banche, imprese, salariati) è determinante. La moneta, che ha natura creditizia e la cui offerta è endogenamente determinata, gioca un ruolo fondamentale nell'allocazione delle risorse. Nella teoria monetaria della produzione, come per la teoria del circuito, l'emissione monetaria è il frutto di una transazione triangolare che coinvolge banche, imprese e salariati⁵.

La successione di fasi prospettata da Graziani è analoga a quella del circuito monetario (finanziamento della produzione, produzione, spesa, rimborso del fi-

¹ A. GRAZIANI, *The Debate on Keynes' Finance Motive*, in «Economic Notes», 1, 1984, pp. 5-34. ID., *Le débat sur le 'motif de financement' de J.M. Keynes*, in «Économie appliquée», n. 1, 1985, pp. 159-175. ID., *Keynes' Finance Motive: A Reply*, in «Economic Notes», 1, 1986, pp. 5-9.

² A. GRAZIANI, *Aspetti della dottrina monetaria di Keynes*, in «Piemonte vivo», 1983, pp. 49-66.

³ A. GRAZIANI, *La teoria monetaria della produzione*, Arezzo, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio/Studi e Ricerche, 1994. ID., *The Monetary Theory of Production*, Cambridge, UK, Cambridge University Press, 2003.

⁴ A. GRAZIANI, *Recensione a mo' di premessa*, in R. CONVENEVOLE, *Processo inflazionistico e redistribuzione del reddito*, Torino, Einaudi, 1977, p. XXIX.

⁵ Cfr. B. SCHMITT, *Théorie unitaire de la monnaie, nationale et internationale*, Albeuve, Castella, 1975.

nanziamento)⁶. I livelli di produzione, di occupazione e la distribuzione del reddito sono il risultato delle decisioni che banche e imprese prendono grazie alla maggior libertà di cui godono rispetto ai lavoratori.

«Abbandonando lo schema degli scambi simultanei e passando a uno schema del processo economico per fasi successive, è possibile trovare un posto preciso per la moneta e un momento preciso per il suo ingresso nel circuito. In questo caso, infatti la moneta è l'ingrediente che avvia il processo economico, e il suo ingresso nel circuito avviene attraverso le istituzioni bancarie e finanziarie che creano moneta, e la affidano agli imprenditori, i quali avviano il ciclo dei pagamenti nel mercato del lavoro per la realizzazione del processo produttivo»⁷.

La teoria monetaria della produzione propone una disamina del finanziamento dalla quale derivano rilevanti implicazioni. Graziani distingue il finanziamento degli scambi da quello degli investimenti e da quello dell'economia⁸.

Il finanziamento degli scambi, o della domanda aggregata, attiene alla creazione della moneta necessaria per finanziare le transazioni tra gli operatori. La moneta appare in questo caso come un mezzo di pagamento che esiste solo per le transazioni e non come grandezza osservabile.

Tale finanziamento, se è reso possibile dalle banche sul piano monetario, è concesso dai lavoratori da un punto di vista reale. Si tratta di un aspetto dell'economia capitalistica che seppur evidente è spesso ignorato⁹. La capacità da parte del sistema bancario di condizionare il funzionamento del sistema economico appare in tutta la sua rilevanza: esso stabilisce chi tra i soggetti richiedenti può essere ammesso al finanziamento e far parte del novero degli imprenditori.

«Le anticipazioni monetarie [...], fissando la quantità di forza-lavoro che l'imprenditore può acquistare, limitano il livello dell'occupazione e della produzione. Ma – punto questo di rilievo anche maggiore – le anticipazioni monetarie effettuate dal sistema bancario determinano quali fra i tanti operatori presenti nel mercato vengono ammessi a gestire un processo produttivo, e di conseguenza acquistano la possibilità di guadagnare profitti e acquisire la proprietà di beni capitali»¹⁰.

È stato osservato che in siffatto modo non è la disponibilità di beni d'investimento, ma l'ammissione al credito da parte del sistema bancario a essere determinante affinché un soggetto possa svolgere un'attività imprenditoriale¹¹.

⁶ Cfr. A. PARGUEZ, *Ordre social, monnaie et régulation*, in «Économie Appliquée», n. 2-3, 1981, pp. 383-448.

⁷ A. GRAZIANI, *Recensione a mo' di premessa*, cit., p. XLVII.

⁸ A. GRAZIANI, *Money as Purchasing Power and Money as a Stock of Wealth in Keynesian Economic Thought*, in G. DELEPLACE, E. NELL (a cura di), *Money in motion*, London, Macmillan, 1996.

⁹ Secondo Graziani già Marx aveva rilevato come siano i lavoratori a effettuare un'anticipazione ai capitalisti e non viceversa (A. GRAZIANI *La teoria marxiana della moneta*, in C. MANCINA, (a cura di), *Marx e il mondo contemporaneo*, Roma, Editori Riuniti, 1986).

¹⁰ A. GRAZIANI, *Malthus e la teoria della domanda effettiva*, in L. COSTABILE, *Malthus*, Torino, Einaudi, 1980, p. XVII.

¹¹ Cfr. G. FORGES DAVANZATI, A. PACELLA, R. PATALANO, *Keynes and the monetary theory of production*, paper presentato al «Keynes seminar» – Cambridge, Robinson College, 21 Maggio 2013.

Ciò non significa però che le decisioni del settore bancario siano frutto di mero arbitrio. Sulle decisioni di produzione delle imprese le banche «scommettono» a nome dell'intero sistema economico, avendo deciso di condividere le valutazioni imprenditoriali in merito al saggio di profitto atteso.

La distinzione tra finanziamento in termini reali e finanziamento in termini monetari si conferma essenziale anche con riferimento alle altre ipotesi di finanziamento.

Riguardo al finanziamento degli investimenti, ciò che assume rilevanza è la formazione di un ammontare di risparmio pari agli investimenti. Tale finanziamento è necessariamente successivo a quello degli scambi: mentre questo attiene alla formazione del reddito monetario, il primo riguarda le modalità di disposizione del reddito distribuito. Attraverso l'intermediazione le banche non finanziano gli investimenti: l'uguaglianza tra risparmi e investimenti è, infatti, in ogni caso stabilita a prescindere dall'intervento del sistema bancario.

«The implicit conclusion [...] is that there is no conceivable case in which banks can act as intermediaries between savers and investors. Banks do control the supply of money but they have no direct control over the supply of saving. The commonplace according to which banks, by selling deposits, would be collecting savings and by granting loans would be financing investment is but a myth»¹².

Se il finanziamento della produzione non dipende dal risparmio ma dal finanziamento bancario, il finanziamento degli investimenti non dipende dal finanziamento bancario ma dal risparmio. Sembrerebbe di essere tornati nell'ambito dell'approccio neoclassico, in cui i risparmiatori sono i finanziatori e i proprietari dei beni d'investimento. La differenza è che qui la parte del risparmio che finanzia gli investimenti è il risparmio delle imprese costituito dai profitti dei quali esse si appropriano. Inoltre, la parte di risparmio che resta nella disponibilità dei lavoratori-consumatori è per le imprese un «debito figurativo» dato che, essendo la distribuzione del reddito determinata dalle imprese nel momento in cui decidono la composizione della produzione, il rimborso dei titoli e l'eventuale successiva spesa del ricavato sul mercato dei beni lascia inalterato il reddito reale dei lavoratori.

Graziani ha altresì richiamato l'attenzione su una terza forma di finanziamento: quello dell'economia¹³. Tale passaggio teorico rappresenta una novità anche rispetto a diverse rappresentazioni in termini di circuito monetario. Questo finanziamento assume il carattere di uno stock il cui ammontare è pari a quello delle scorte liquide detenute da ogni operatore. Esso è infatti uguale alla differenza tra le quantità di moneta precedentemente create e distrutte in relazione al finanziamento degli scambi. In questo caso sono le scelte dei titolari di reddito a creare le premesse per un intervento del sistema bancario. Le imprese infatti possono recuperare il finanziamento inizialmente concesso dalle banche

¹² A. GRAZIANI, *Money as Purchasing Power and Money as a Stock of Wealth in Keynesian Economic Thought*, in G. DELEPLACE, E. NELL (a cura di), *Money in motion*, London, Macmillan, 1996, p. 151.

¹³ *Ivi*.

attraverso la vendita dei beni di consumo o attraverso la vendita di titoli. Se una parte del reddito non consumato è trattenuta dai consumatori sotto forma di scorte liquide, le banche potrebbero vedersi «costrette» a consentire un finanziamento di pari ammontare (tecnicamente si tratterà di un differimento nel tempo del momento del rimborso di una parte dell'originario debito). Tale fenomeno è tipico delle situazioni caratterizzate da contrazione della domanda e accumulo di scorte liquide.

Come le crisi economico-finanziarie hanno insegnato, qualora i debitori siano impossibilitati a rimborsare il finanziamento, è l'intero sistema bancario (le banche commerciali, la banca centrale) e, in subordine lo Stato, ad assicurare il finanziamento dell'economia. Anche in questo caso, coloro che concedono il finanziamento da un punto di vista reale sono però i lavoratori.

L'analisi delle forme di finanziamento prospettata da Graziani si rivela di grande attualità anche per la sua capacità esplicativa di alcuni profili legati al ruolo delle banche nella recente crisi.

3. La crisi del 2007 e l'emersione del sistema bancario ombra

Uno degli elementi più significativi della crisi del 2007 è stato il ruolo determinante giocato dal SBO¹⁴. Tale parte non regolamentata del sistema bancario si è sempre più posta in una posizione di complementarità e/o di sostituzione rispetto agli intermediari tradizionali¹⁵.

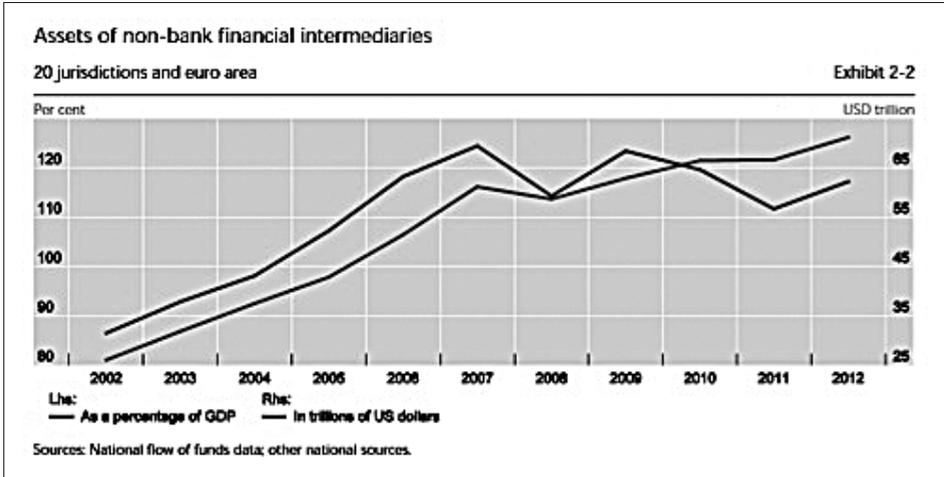
Sono state le dimensioni del fenomeno a richiamare l'attenzione degli studiosi e dei rappresentanti delle istituzioni monetarie e finanziarie. Esempio è l'evoluzione registrata negli U.S.A.: il SBO vi ha raggiunto dimensioni pari a quelle del sistema bancario tradizionale (9 trilioni di dollari) nel 2005, per superarle nel biennio successivo. Solo nel 2008 si è registrata un'inversione di tendenza, con un crescente divario a vantaggio del sistema bancario tradizionale attestatosi, nel 2010, a 4,5 trilioni di dollari¹⁶.

¹⁴ L'introduzione di tale definizione viene attribuita a McCulley (P. McCULLEY, *Teton Reflections*, in «PIMCO Global Central Bank Focus», Sept., 2007; ID., *The Shadow Banking System and H. Minsky*, in «PIMCO Global Central Bank Focus», May, 2009). Va rilevato che Ingham usò il medesimo termine a proposito di un sistema bancario basato su una *shadow currency* creata privatamente (G. INGHAM, *New Monetary Spaces?*, in OECD (ed.), *The Future of Money*, Paris, OECD, 2002, p. 137).

¹⁵ «Il settore bancario ombra può essere approssimativamente identificato con qualunque tipo di intermediazione simile a quella bancaria, ma effettuata da soggetti diversi dalle banche regolamentate. Vengono esclusi gli intermediari finanziari che, in linea di principio, non corrono il rischio di un prelievo massiccio delle loro passività analogo a una tradizionale corsa agli sportelli bancari (in altre parole, gli intermediari le cui passività hanno natura di azioni piuttosto che di debito). Sono pertanto esclusi le compagnie di assicurazione, i fondi pensione e gran parte dei fondi di investimento, mentre vengono considerati i FMM [fondi del mercato monetario], poiché le loro passività sono stretti sostituti dei depositi bancari ordinari» (BANCA CENTRALE EUROPEA, *Il monitoraggio del sistema bancario ombra*, in «Bollettino mensile», febbraio 2013, p. 98).

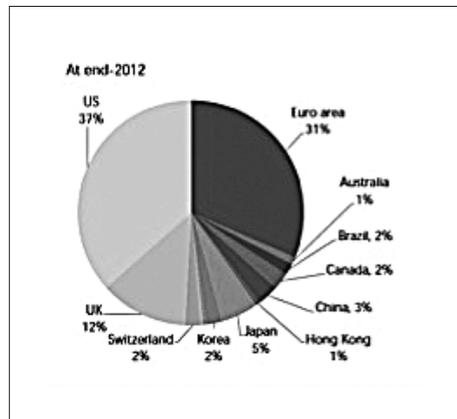
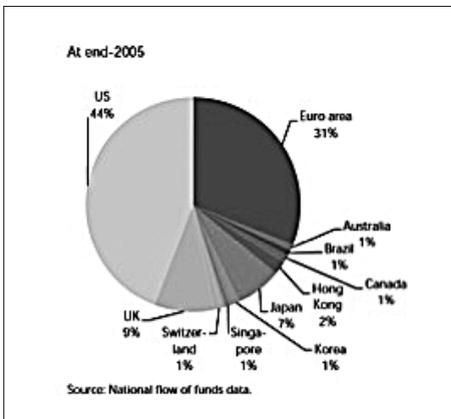
¹⁶ Cfr. FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, *Final Report*, January 11, 2011, p. 32.

A livello mondiale gli attivi finanziari riconducibili al SBO sono passati da 26 trilioni di dollari del 2002, a 62 nel 2007, per scendere a 59 nel 2008 e risalire a 67 del 2011 e a 71,2 alla fine del 2012.



Financial Stability Board 2013¹⁷

Di tali attivi, alla fine del 2012, è riconducibile all’eurozona il 31% e agli USA il 37%, dopo una contrazione (dal 44 al 35%) verificatasi sino al 2011.



Financial Stability Board 2012, 2013¹⁸

¹⁷ FINANCIAL STABILITY BOARD, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, 2013, p. 9.

¹⁸ FINANCIAL STABILITY BOARD, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*, 2012, p. 10; FINANCIAL STABILITY BOARD, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, 2013, p. 10.

Nell'area dell'euro dal 2008 al 2012 l'intermediazione non bancaria si è molto ridotta. Quella bancaria ha registrato, in termini relativi, una minore riduzione «a indicare un'inversione della precedente sostituzione dell'intermediazione bancaria con quella non bancaria»¹⁹.

La *Financial Crisis Inquiry Commission* ha evidenziato la rilevanza del SBO nella crisi e la relazione tra il suo affermarsi e il processo di deregolamentazione²⁰. Com'è noto, agli inizi del secolo scorso era stato adottato un apparato normativo volto a garantire la stabilità del sistema bancario che è stato negli ultimi decenni sottoposto a una radicale, sistematica erosione.

Essa ha presentato un'ampia analisi del SBO, indicando nei *commercial paper* e nei *repo* gli strumenti da esso offerti per aggirare le restrizioni vigenti²¹. Un importante contributo sul SBO è venuto da Pozsar e da altri studiosi che, con riferimento all'esperienza statunitense, hanno individuato tre sottoinsiemi²².

Questi studiosi fanno risalire la nascita del *Government-Sponsored Shadow Banking Sub-System* agli interventi pubblici a sostegno dell'economia posti in essere per il tramite delle *government-sponsored enterprises* (GSE).

L'affermarsi dell'*Internal Shadow Banking Sub-System* è invece spiegato come la conseguenza di un'evoluzione del sistema bancario tradizionale, realizzata attraverso un arbitraggio regolamentare, al fine di contrastare la redditività calante degli intermediari creditizi. S'inserisce in tale contesto il passaggio, sin dai primi anni Ottanta del secolo scorso, dal modello *originate to hold* a quello *originate to distribute*, per il quale è stato determinante il ruolo delle *financial holding companies*. Va rilevato come tale significativa evoluzione della natura della banca sia stata indotta anche dall'azione del *Government-Sponsored Shadow Banking Sub-System*²³.

A differenza di questo sottosistema, l'*External Shadow Banking Sub-System* è in minor misura il risultato di un arbitraggio regolamentare. La sua genesi sarebbe infatti da ricondurre al processo d'integrazione verticale e alla rilevanza assunta dai profitti derivanti dalla specializzazione²⁴.

Pozsar, Adrian, Ashcraft e Boesky hanno individuato sette fasi nella genesi del SBO mettendo in luce i soggetti e le tecniche di reperimento dei fondi²⁵.

¹⁹ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Il monitoraggio del sistema bancario ombra*, Bollettino mensile, febbraio, 2013, pp. 99-100.

²⁰ FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, *Shadow Banking and the Financial Crisis, Preliminary Staff Report*, May 4, 2010

²¹ FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, *Final Report*, January 11, 2011.

²² Z. POZSAR, T. ADRIAN, A. ASHCRAFT, H. BOESKY, *Shadow Banking*, in «Federal Reserve Bank of New York Staff Report», n. 458, 2010.

²³ *Ivi*, p. 25.

²⁴ Cfr. *Ivi*, p. 34, e M.K. BRUNNERMEIER, *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08*, in «Journal of Economic Perspectives», 23, 1, 2009, pp. 80-81.

²⁵ Z. POZSAR, T. ADRIAN, A. ASHCRAFT, H. BOESKY, *Shadow Banking*, «Federal Reserve Bank of New York Staff Report», n. 458, 2010, p. 12.

	Function	Shadow Banks	Shadow Banks' Funding*
Step (1)	Loan Origination	Finance companies	CP, MTNs, bonds
Step (2)	Loan Warehousing	Single and multi-seller conduits	ABCP
Step (3)	ABS Issuance	SPVs, structured by broker-dealers	ABS
Step (4)	ABS Warehousing	Hybrid, TRS/repo conduits, broker-dealers' trading books	ABCP, repo
Step (5)	ABS CDO Issuance	SPVs, structured by broker-dealers	ABS CDOs, CDO-squareds
Step (6)	ABS Intermediation	LPFCs, SIVs, securities arbitrage conduits, credit hedge funds	ABCP, MTN, repo
Step (7)	Wholesale Funding	2(a)-7 MMMFs, enhanced cash funds, securities lenders, etc.	\$1 NAV shares (shadow bank "deposits")

*Funding types highlighted in red denote securitized funding techniques. Securitized funding techniques are *not* synonymous with secured funding.

Da tale ricostruzione emerge come il processo di cartolarizzazione abbia svolto un ruolo centrale nella vita del SBO. Lo schema secondo il quale esso opera si caratterizza per la parcellizzazione della sequenza che vi è tra il momento dell'instaurazione del rapporto con il debitore e quello del collocamento dell'attivo finanziario, con una precisa diversificazione dei ruoli e una specializzazione dei soggetti coinvolti. Anche in questo caso, come in quello del sistema tradizionale, si assiste a un'immissione di liquidità, ma ciò avviene senza che vengano operati alcuni fondamentali controlli. Con l'avvento del SBO si è infatti registrato il venir meno di un ruolo fondamentale svolto dalle banche a nome della collettività: quello di garante dell'efficienza «esterna» delle imprese²⁶.

4. Intermediazione non bancaria ed endogenità dell'offerta di moneta

Dal dibattito sul SBO sono scaturiti elementi che hanno confermato una crescente consapevolezza circa il carattere endogeno dell'offerta di moneta.

Emblematiche le valutazioni del *Committee on the Global Financial System* della Banca dei Regolamenti internazionali²⁷. In esso vi è un'esplicita presa d'atto del fatto che la maggior parte della liquidità globale è creata privatamente, attraverso operazioni che coinvolgono il sistema bancario e quello non bancario²⁸.

²⁶ «Vi è da un lato un problema di «efficienza interna», che investe la buona organizzazione dei servizi bancari in vista del profitto; da questo punto di vista, preoccupazione maggiore della banca deve essere quella di assicurarsi garanzie adeguate, in modo da evitare perdite anche in caso di insuccesso dell'impresa finanziata. Dall'altro, vi è un problema di «efficienza esterna», che riguarda l'abilità della banca nell'individuare non già le imprese munite di garanzie bensì quelle più promettenti, imprese cioè che non soltanto evitano alla banca l'inconveniente di avere clienti insolventi, ma assicurano anche una utilizzazione corretta delle risorse sotto il profilo sociale» (A. GRAZIANI, *La banca come controllore di efficienza dell'impresa*, in «Studi Economici», n. 48, 1994, pp. 79-90).

²⁷ Cfr. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2011), *Global liquidity – concept, measurement and policy implications*, «CGFS Papers», No 45.

²⁸ «Quantitatively, private liquidity dominates official liquidity. Most global liquidity today is privately created through cross border operations by both bank and non-bank financial institutions. From a financial stability perspective, understanding the determinants of private liquidity is of particular importance. Private global liquidity displays both an increasing trend and a strong cyclical component» (*ivi*, p. 1).

Ne deriva la necessità che le due forme di liquidità (ufficiale e privata) siano considerate contemporaneamente.

«Official and private liquidity *should be considered together*, as they may closely interact, both in times of crisis and in more normal times. In times of crisis, private liquidity tends to evaporate and global liquidity collapses into its public component»²⁹.

Nell'esaminare i benefici e i costi legati al SBO la Commissione Europea (European Commission 2012, 5) ha posto in rilievo come, tra i primi, vada annoverato il ruolo da esso svolto nel finanziare il sistema economico: «they constitute alternative funding for the real economy, which is particularly useful when traditional banking or market channels become temporarily impaired».

Per parte sua, il *Financial Stability Board* ha evidenziato come, in presenza di razionamento del credito, il SBO possa svolgere un ruolo di sostegno nei riguardi delle imprese³⁰.

Una lettura dell'emersione del SBO che rappresenta un riconoscimento del carattere endogeno dell'offerta di moneta è quella già citata di Pozsar e altri autori, che hanno evidenziato la «reattività» del sistema nel reperire i mezzi monetari e finanziari di cui necessita:

«The shadow banking system was temporarily brought into the “daylight” of public liquidity and liability insurance (like traditional banks), but was then pushed back into the shadows. Shadow banks will always exist. Their omnipresence – through arbitrage, innovation and gains from specialization – is a standard feature of all advanced financial systems»³¹.

La riflessione sul SBO da parte del *mainstream* teorico si colloca in un più generale ripensamento della politica monetaria. Il controllo degli aggregati monetari si è rivelato via via più arduo in un contesto in cui proliferano forme di quasi-moneta; ciò ha indotto se non a un'accettazione dell'ipotesi dell'endogenità dell'offerta di moneta, alla presa d'atto di un mutato contesto.

Com'è noto, negli ultimi decenni l'affermazione del New Consensus Model ha fatto segnare un rilevante importante mutamento nella politica monetaria³². Si è passati da una gestione dell'aggregato monetario secondo i canoni monetaristi a una politica del tasso d'interesse basata sulla Regola di Taylor³³. Il carattere endogeno dell'offerta di moneta è stato così recepito sul piano della politica economica, pur restando ignorato sul piano della teoria economica.

²⁹ *Ivi*, p. 10.

³⁰ FINANCIAL STABILITY BOARD, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, 2013, p. 43.

³¹ Z. POZSAR, T. ADRIAN, A. ASHCRAFT, H. BOESKY, *Shadow Banking*, «Federal Reserve Bank of New York Staff Report», n. 458, 2010, p. 7.

³² Cfr. M. WOODFORD, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, Princeton University Press, 2003.

³³ J.B. TAYLOR, *Discretion versus policy rules in practice*, «Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy», 39, 1993, pp. 195-214.

I citati riconoscimenti del carattere endogeno dell'offerta di moneta trovano un preciso limite nel modello teorico di riferimento che è quello di un'economia di scambio monetizzata, nella quale la quantità di moneta è necessariamente indeterminata³⁴.

A differenti conclusioni pervengono quanti rifiutano il paradigma neoclassico, recependo una diversa visione del ruolo della moneta. Ai loro occhi l'endogenità dell'offerta di moneta assume ben diversa valenza, così come diverse sono le conclusioni in ordine all'origine e al ruolo del SBO.

Al riguardo si rivela ancora di grande interesse quanto argomentato da quegli studiosi post-keynesiani che posero l'accento sull'endogenità dell'offerta di moneta. Kaldor osservò come, nel caso di una stretta creditizia, il sistema economico fosse in grado di reagire, reperendo la liquidità necessaria attraverso il credito reciproco tra le imprese e da queste concesso alle famiglie³⁵.

Anche la riflessione di Minsky sulla natura dell'offerta di moneta è ricca d'interessanti implicazioni a proposito del SBO³⁶. Non solo, egli aveva affermato, nuovi strumenti e nuove istituzioni finanziarie avrebbero assunto un ruolo decisivo nel far sì che l'offerta di moneta fosse sempre in grado di soddisfare la crescente domanda, ma si sarebbe assistito al formarsi di un altro sistema bancario³⁷.

La recente evoluzione del sistema finanziario può essere inquadrata nell'ambito di quello che Minsky definì come *money manager capitalism*³⁸. È questa la fase dello sviluppo capitalistico, affermatasi alla fine del secolo scorso, caratterizzata dal prevalere dei finanziari sui manager.

Non vi è dubbio che il Government-Sponsored Shadow Banking Sub-System debba collocarsi in tale contesto. Molti interventi delle autorità statunitensi sono stati volti, piuttosto che a realizzare un'effettiva correzione del sistema degli intermediari finanziari, a salvare dal fallimento le banche e le altre istituzioni finanziarie così da preservare il modello del *money manager capitalism*.

³⁴ Cfr. F.A. HAYEK, *Prices and Production and Other Works*, Auburn, Alabama, Ludwig von Mises Institute, 2008, p. 289.

³⁵ N. KALDOR, *The new monetarism*, «Lloyds Bank Review», 97, 1970, pp. 1-17 (trad. it. *Il nuovo monetarismo*, in N. KALDOR, *Occupazione inflazione, moneta e tassazione*, a cura di F. TARGETTI, Torino, Einaudi, 1986).

³⁶ Sull'endogenità dell'offerta di moneta Minsky osservò: «As banking innovation accelerated in the 1960s and 1970s, it became apparent that there are a number of different types of money, and that the nature of the relevant money changes as institutions evolve. Money, banking, and finance cannot be understood unless allowance is made for financial evolution and innovation: money, in truth, is an endogenously determined variable—the supply is responsive to demand and not something mechanically controlled by the Federal Reserve» (H.P. MINSKY, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press, 1986, pp. 252-253).

³⁷ «Di regola questa offerta di moneta "infinitamente" elastica è associata all'emergere di nuovi strumenti e istituti finanziari come l'uso dei fondi federali per assumere posizioni, la crescita esplosiva di CD negoziabili e lo sviluppo di un secondo sistema bancario» (Id., *Can «It» Happen Again? Essays on Instability and Finance*, New York, Armonk, 1982, p. 220 (trad. it. *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, Torino, Einaudi, 1984).

³⁸ Id., *Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies*, Working Paper n. 155, Annandale-on-Hudson, N.Y., The Levy Economics Institute, 1996, p. 13.

D'Arista e Schlesinger si erano già soffermati sulla genesi di quello che definirono un *parallel banking system*, offrendo un'analisi ancora attuale³⁹. Essi posero l'accento sugli effetti del processo volto ad abolire il sistema dei controlli, avviato dall'amministrazione Bush (1989-93). L'allentamento normativo in questione fu, con tutta evidenza, volto ad assicurare al sistema economico la più ampia disponibilità monetaria così da sospingere verso l'alto la domanda aggregata.

In tale mutato contesto la banca centrale, alla quale è tradizionalmente riconosciuto il ruolo di prestatore di ultima istanza, interviene da tempo in qualità di «prestatore di prima istanza» come ha molto efficacemente osservato De Cecco⁴⁰. In tale veste «essa è chiamata dalla fragilità del sistema a intervenire quasi continuamente per dare liquidità a un mercato in cui operano intermediari che, per massimizzare i profitti e guadagnare quote di mercato, tengono risorse liquide in quantità sempre minori rispetto alla rischiosità del loro attivo»⁴¹.

Dalle letture del SBO proposte dal *mainstream* teorico si sono differenziate quelle di autori eterodossi per i quali le modifiche del sistema finanziario vanno considerate nell'ambito dei mutamenti che hanno di recente interessato l'economia capitalistica.

Non va al riguardo sottovalutato il ruolo fondamentale che il SBO ha svolto mediante l'immissione di massicce quantità di quei derivati cui può essere riconosciuto il ruolo di nuova moneta globale del sistema capitalistico⁴². Il SBO, è stato detto, ha operato così da soddisfare l'«insatiable demand for assets» del sistema economico⁴³.

L'espansione del sistema bancario ombra è stata spiegata alla luce di fattori endogeni (l'arbitraggio regolamentare e l'innovazione finanziaria) ed esogeni (la ricerca di più soddisfacenti redditività)⁴⁴. Al riguardo Palan e Nesvetailova hanno osservato come la nascita dei centri off-shore e l'emersione del SBO siano fenomeni tra loro accomunati: in entrambi i casi si è registrato un ricorso all'innovazione finanziaria in vista della massimizzazione del profitto⁴⁵.

³⁹ J. D'ARISTA, T. SCHLESINGER, *The Parallel Banking System Economic Policy Institute*, in «Briefing Paper», Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1993, p. 3.

⁴⁰ M. DE CECCO, *Finanza ed economia reale: riflessioni sulla crisi*, 2009, disponibile sul sito: <http://www.univr.it/documenti/Documento/allegati/allegati930497.pdf> (27-2-2012).

⁴¹ *Ivi*, p. 68.

⁴² «Financial derivatives are not usually seen as money. Often, they are not seen at all, but when they are, they are simply classified as financial assets and liabilities, and often as objects of speculation, somehow outside of 'money'. Presumably this is because money has become synonymous with nation-state money, and derivatives are certainly not that» (D. BRYAN, M. RAFFERTY, *Capitalism with Derivatives: A Political Economy of Financial Derivatives*, Basingstoke, Palgrave MacMillan, 2007, p. 135).

⁴³ P. LYSANDROU, A. NESVETAILOVA, *The Shadow Banking System and the Financial Crisis: a securities production function view*, «FESSUD Working Paper Series», 5, 2013, p. 2.

⁴⁴ P. LYSANDROU, A. NESVETAILOVA, *The role of shadow banking entities in the financial crisis: a disaggregated view*, «Review of International Political Economy», 2014.

⁴⁵ R. PALAN, A. NESVETAILOVA, *The Governance of the Black Holes of the World Economy: Shadow Banking and Offshore Finance*, «CITYPERC Working Paper», 2013, Series no. 2013/03.

5. La ricerca di nuove forme di regolamentazione

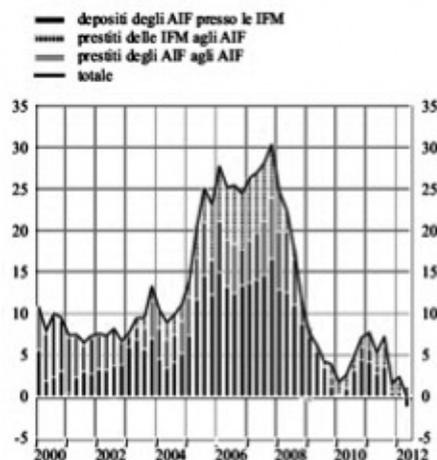
Sin dall'inizio della crisi è stato posto l'accento sulla necessità di rivedere il sistema dei controlli così da sottoporre a regolamentazione anche gli intermediari finanziari che a questa si sono in vario modo sottratti⁴⁶. È stata altresì rilevata l'urgenza di un approccio di tipo macroprudenziale al problema della stabilità finanziaria, da affiancare a quello microprudenziale prima adottato⁴⁷.

Secondo la Commissione Europea se il SBO ha svolto un importante ruolo, esso ha rappresentato una minaccia per la stabilità finanziaria di lungo termine⁴⁸. La necessità di adeguati controlli è stata ribadita dalla BCE per la quale è indispensabile monitorare il SBO in una prospettiva macroeconomica⁴⁹. Essa ha

Banca Centrale Europea 2013⁵⁰

Figura 2 Flussi di depositi e prestiti fra IFM e AIF

(tasso di crescita annuo e contributi ai tassi di crescita annui)



Fonti: conti dell'area dell'euro (BCE ed Eurostat) e statistiche monetarie (BCE).

Nota: i dati escludono i depositi interbancari.

⁴⁶ Cfr. T. ADRIAN, H.S. SHIN, *The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation*, «Banque de France Financial Stability Review», 13, 2009.

⁴⁷ Cfr.: M.K. BRUNNERMEIER, A. CROCKETT, C.A.E. GOODHART, A.D. PERSAUD, H. SHIN, *The fundamental principles of financial regulation*, in «Geneva Reports on the World Economy», Geneva, International Centre for Monetary and Banking Studies; FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *The Turner review: a regulatory response to the global banking crisis*, London, Financial Services Authority, 2009.

⁴⁸ EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper Shadow Banking*, Brussels, COM(2012) 102 final, 2012, p. 2.

⁴⁹ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Il monitoraggio del sistema bancario ombra*, «Bollettino mensile», febbraio, 95-106, 2013, pp. 96-97.

⁵⁰ *Ivi*, p. 100.

ribadito come il SBO (AIF) e quello regolamentato (IFM) non siano entità separate ma interconnesse in forza di legami in bilancio e fuori bilancio. Una conferma di ciò viene dai dati relativi ai flussi di depositi e crediti tra i due aggregati.

Anche il *Financial Stability Board* ha auspicato un controllo delle operazioni del SBO alla luce dell'interconnessione tra le banche tradizionali e gli intermediari non bancari⁵¹.

Va rilevato che se si è posto l'accento sull'introduzione di nuove più efficaci regole, si è anche ribadito come i nuovi sistemi di controllo debbano tener conto dell'intrinseco dinamismo del sistema finanziario. La nuova regolamentazione deve scongiurare il ripetersi di situazioni di rischio, ma non può interferire sull'efficienza degli intermediari finanziari.

Interessanti si rivelano, a quest'ultimo proposito, alcuni spunti del dibattito sul Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Il tentativo di porre un limite alle interconnessioni tra le istituzioni facenti parte del sistema bancario statunitense è stato considerato come il suo maggior merito. Al tempo stesso gli è stato addebitato il difetto di intervenire in modo pro-ciclico, imponendo più stringenti vincoli alla erogazione del credito proprio nel momento in cui le imprese necessitano di maggiore liquidità⁵².

Vi è stato chi ha d'altra parte osservato come il Dodd-Frank Act non possa divenire risolutivo essendo mancata da parte del legislatore la volontà di colpire il male alla radice⁵³. Più specificamente si è osservato come a tale norma sia sottesa una visione del funzionamento del sistema capitalistico che attribuisce alle istituzioni finanziarie e alla loro capacità di innovare un ruolo fondamentale, guardando criticamente al ruolo dell'indebitamento pubblico⁵⁴.

In vista di un'adeguata regolamentazione del SBO, Adrian e Ashcraft hanno soffermato l'attenzione su tre profili: a) la riforma dei mercati monetari; b) la valutazione delle implicazioni della riforma del sistema bancario sul SBO; c) la riforma dei meccanismi di cartolarizzazione e di assegnazione del rating⁵⁵. Dalla crisi – hanno rilevato – è emersa l'esigenza che gli intermediari non bancari siano finanziariamente esposti in misura minore rispetto agli altri intermediari al fine di sopravvivere a situazioni difficili.

⁵¹ FINANCIAL STABILITY BOARD, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, 2013, p. 21.

⁵² J. D'ARISTA, *Reregulating and Restructuring the Financial System: Some Critical Provisions of the Dodd-Frank Act*, «PERI», 2011, p. 7.

⁵³ LEVY ECONOMIC INSTITUTE, *Minsky on the Reregulation and Restructuring of the Financial System Will Dodd-Frank Prevent "It" from Happening Again?*, in «Research Project Reports», 2011, p. 31.

⁵⁴ Cfr. R. PALAN, A. NESVETAILOVA, *The Governance of the Black Holes of the World Economy: Shadow Banking and Offshore Finance*, «CITYPERC Working Paper», Series no. 2013/03, pp. 20-21.

⁵⁵ T. ADRIAN, A.B. ASHCRAFT, *Shadow Banking A Review of the Literature*, in «Federal Reserve Bank of New York Staff Reports Staff Report» No. 580, October, 2012.

I termini del dilemma in materia di regolamentazione del SBO, così come è stato percepito dalle istituzioni internazionali, sono stati efficacemente sintetizzati da Turner⁵⁶:

- How much non-bank credit intermediation do we want: was securitisation and shadow banking a good thing which we need to revive?
- How far can we concentrate simply on ensuring that the banking system is protected from shadow banking infection, versus reforming the shadow banking system itself?
- And what should we do about the procyclicality risks created by secured finance, within bank balance sheets as well as outside them?

La risposta agli interrogativi posti da Turner impone una riflessione sulla natura dell'attività svolta da ogni intermediario finanziario. Su tale necessità è stato posto l'accento, invocando una regolamentazione «by function», imperniata cioè sull'individuazione del ruolo svolto da ogni intermediario che possa esser ricondotto al SBO⁵⁷.

Si colloca in tale prospettiva la proposta di abbandonare il modello della banca universale, reintroducendo una netta distinzione, alla luce del tipo di attività svolta, tra i soggetti operanti nel mercato del credito. In quest'ottica si pone l'ipotesi della *narrow bank* che riprende le proposte avanzate da Tobin e da Litan⁵⁸.

Il ritorno a un regime simile a quello del Glass Steagall Act che separò le banche d'investimento da quelle commerciali è stato auspicato da Kay⁵⁹. Anche De Grauwe ha ribadito la necessità di abbandonare il modello della banca universale in favore di quello della *narrow bank*. I diversi intermediari finanziari sarebbero così obbligati a una netta scelta di campo⁶⁰.

La proposta della *narrow bank*, se è stata condivisa da alcuni studiosi di scuola post-keynesiana, è stata da altri fatta oggetto di critiche⁶¹.

Kregel ha osservato che un ritorno al passato non può costituire un rimedio tanto più se si considera che è stato proprio il Glass Steagall Act a stimolare la

⁵⁶ A. TURNER, *Shadow Banking and Financial Instability*, in «Cass Lecture Cass Business School», 14 March, 2012, pp. 29-30.

⁵⁷ Z. POZSAR, T. ADRIAN, A.B. ASHCRAFT, H. BOESKY, *Shadow Banking*, in «Federal Reserve Bank of New York Staff Report», n. 458, 2010, p. 72.

⁵⁸ Cfr. J. TOBIN, *Financial Innovation and Deregulation in Perspective*, in «*Bank of Japan Monetary and Economic Studies*», 3, 2, 1985, pp. 19-29; ID., *The Case for Preserving Regulatory Distinctions*, in *Restructuring the Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1987, pp. 167-183, R. LITAN, *What Should Banks Do?*, Washington, D.C., Brookings Institution, 1987.

⁵⁹ J. KAY, *Narrow Banking: the Reform of Banking Regulation*, disponibile sul sito: <http://www.johnkay.com/2009/09/15/narrowbanking/>, 2009 (4-10-2014). ID., *Should we have 'narrow banking'?*, in TURNER A. ET AL. *The Future of Finance: The LSE Report*, London, London School of Economics and Political Science, 2010.

⁶⁰ P. DE GRAUWE, *Lessons from the Banking Crisis A Return to Narrow Banking*, in «CESifo DICE Report» 2, 2009, p. 23.

⁶¹ Cfr. B. BOSSONE, *Should Banks be «narrowed»? An Evaluation of a Plan to Reduce Financial Instability*, in «Public Policy Brief», n. 69, Annandale-on-Hudson, N.Y., The Levy Economics

nascita del SBO⁶². Quest'ultima può essere infatti vista come una reazione del mercato alla situazione di monopolio che si era venuta a determinare con le norme restrittive introdotte negli anni Trenta dello scorso secolo.

In ordine alla possibile regolamentazione dell'attività dell'intero sistema bancario (tradizionale e SBO) egli ha prospettato due soluzioni che si fondano entrambe sul riconoscimento della natura di pubblico servizio dell'attività bancaria: l'attribuzione all'attività di raccolta dei depositi del carattere di *public utility* o la restituzione allo Stato di un ruolo centrale in tutte le attività di finanziamento⁶³. Nel primo caso vi sarebbero elevati costi per la collettività dovuti alla necessità di sussidiare il settore bancario per il servizio reso; non si sarebbe poi sicuri che non vi sia sempre l'immissione di strumenti alternativi, meno costosi, forniti da soggetti non regolamentati. Nel secondo caso i finanziamenti a breve e a lungo termine sarebbero assicurati da un sistema nazionale di giroconti, facendo così venir meno la necessità di un sistema di garanzie a tutela dei depositi e della presenza di un prestatore di ultima istanza.

Tra i teorici del circuito, Schmitt ha ipotizzato una separazione in due parti del settore bancario, così da distinguere nettamente la creazione monetaria dall'intermediazione finanziaria⁶⁴.

Da questi cenni al dibattito sulle misure da adottare per porre sotto controllo il fenomeno del SBO emerge l'esigenza di una riflessione sul carattere monetario dell'economia capitalistica e sulle regole da porre a base dell'emissione monetaria. Ciò al fine di valutare se tale fenomeno vada visto nell'ottica di un'insufficiente regolamentazione o se non debba essere altrimenti interpretato.

Appare evidente come il riconoscimento del carattere endogeno dell'offerta di moneta implichi una diversa lettura della genesi del SBO e della regolamentazione da adottare, a seconda del modo d'intendere il carattere monetario dell'economia capitalistica. Più particolarmente, l'introduzione della moneta endogena nell'ambito del modello di un'economia di scambio monetizzata, come quello neoclassico, non è di per sé sufficiente per determinare le regole per l'emissione monetaria. Diverse sono le conclusioni se si guarda al modello di un'economia monetaria di produzione, in cui l'emissione monetaria è legata all'avvio del processo produttivo.

Institute, 2002; R.J. PHILLIPS, *Credit Markets and Narrow Banking*, Working Paper n. 77, Annandale-on-Hudson, N.Y., The Levy Economics Institute, 1992; R. J. PHILLIPS, *Narrow Banking Reconsidered: The Functional Approach to Financial Reform*, in «Public Policy Brief», n. 17, Annandale-on-Hudson, N.Y., The Levy Economics Institute, 1995; L.R. WRAY, *Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis*, Working Paper n. 578 Annandale-on-Hudson, N.Y., The Levy Economics Institute, 2009.

⁶² J. KREGEL, *Can a return to Glass-Steagall provide financial stability in the US financial system?*, in «PSL Quarterly Review», 63, 252, 2010, pp. 39-76.

⁶³ *Ivi.*

⁶⁴ B. SCHMITT, *Inflation, chômage et malformations du capital*, Paris e Albeuve, Economica e Castella. 1984.

6. Un'interpretazione nella prospettiva della teoria monetaria della produzione

L'analisi proposta da Graziani nell'ambito della teoria monetaria della produzione costituisce un importante apporto al fine di comprendere il ruolo del SBO e la finanziarizzazione. Sin dai primi contributi sul circuito monetario egli richiamò l'attenzione sul predominio della finanza⁶⁵.

Il problema della finanziarizzazione è stato poi, più in particolare, affrontato in *La teoria monetaria della produzione*⁶⁶. L'eventualità che gli impieghi finanziari siano privilegiati a scapito di quelli produttivi può verificarsi se ricorrono due condizioni. La prima è che vi siano imprese che hanno realizzato profitti «non soltanto in forma reale (questo sarebbe un mero autofinanziamento degli investimenti) ma in forma monetaria»⁶⁷. La seconda si verifica nel caso in cui:

«I soggetti indebitati verso il sistema bancario siano desiderosi di farsi finanziare dai soggetti muniti di liquidità, e quindi desiderino sostituire il debito verso le banche con il debito verso altri soggetti. Questa condizione si verifica tipicamente nei periodi di stretta creditizia; è allora che le imprese in difficoltà, vedendosi reso difficile l'accesso al credito bancario, tentano di utilizzare le sacche di liquidità disponibili»⁶⁸.

È proprio in quest'ultima prospettiva che può trovare spiegazione il ruolo giocato in questi anni dal SBO; la necessità di attingere a fonti di finanziamento alternative ha indotto il settore delle imprese a ricorrere a intermediari non regolamentati.

L'analisi della crisi sviluppata da Graziani offre ulteriori elementi per la comprensione del fenomeno della finanziarizzazione e del ruolo giocato dal sistema bancario non tradizionale. Egli considera al riguardo due ipotesi: la mancata chiusura e la mancata apertura del circuito monetario. Mentre la prima rientra nell'ambito della spiegazione della crisi nella prospettiva keynesiana legata all'insufficienza di domanda, la seconda pone l'accento sulla valutazione che i settori delle banche e delle imprese effettuano circa il livello atteso di profitto. L'emissione monetaria necessaria all'avvio della produzione non ha luogo, in quest'ultimo caso, dato che entrambi i settori non ritengono di dover effettuare la loro «scommessa» sulla produzione.

⁶⁵ «In un'economia monetaria, è ammesso all'accumulazione del capitale soltanto chi è ammesso a disporre di liquidità, perché soltanto lui può svolgere un processo produttivo. In un'economia monetaria, la formazione dei profitti e l'accumulazione di capitale sono sottratte alle forze individuali della frugalità e del risparmio, e sono subordinate invece ai criteri e alle modalità con cui si viene ammessi al mercato della moneta e del credito [...] ciò significa anche che le redini dell'accumulazione di capitale vengono sottratte non soltanto al lavoratore-risparmiatore, ma anche al capitalista industriale e riposte invece nelle mani di chi domina il mondo della finanza» (A. GRAZIANI, *Malthus e la teoria della domanda effettiva*, in L. COSTABILE, *Malthus*, Torino, Einaudi, 1980, p. XIX).

⁶⁶ A. GRAZIANI, *La teoria monetaria della produzione*, Arezzo, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio / Studi e Ricerche, 1994.

⁶⁷ *Ivi*, p. 156.

⁶⁸ *Ibidem*.

Può anche accadere che questa scelta sia propria solo del settore bancario, che non giudica soddisfacente l'ammontare dei profitti attesi delle imprese, parte dei quali dovrebbe essergli corrisposta a titolo di interesse monetario, dando così luogo a una situazione di razionamento del credito. In siffatta ipotesi le banche preferiscono massimizzare i loro profitti attraverso attività speculative sul mercato dei titoli, specie quando la deregolamentazione schiude loro nuovi spazi.

Va al riguardo osservato che per la teoria monetaria della produzione (come per la teoria del circuito monetario) il considerare le banche nella loro funzione macroeconomica non significhi prescindere dal profilo microeconomico. Anch'esse, infatti, come le altre imprese, effettuano le loro scelte in vista della massimizzazione del profitto. Tale circostanza, attesa la rilevanza a livello macroeconomico del ruolo da esse adempiuto, ha effetti non secondari sul sistema economico e, in particolare, sulla sua fragilità finanziaria e sulla finanziarizzazione.

Ma è anche in base alla distinzione tra le forme di finanziamento che è al centro della teoria monetaria della produzione che si possono cogliere interessanti elementi di riflessione sul SBO. Alla luce dell'analisi proposta da Graziani è possibile infatti individuarne una quarta che da esse si differenzia, la cui esistenza manifesta una patologia del sistema, e che appare di particolare interesse ai fini di cui qui si discute. Essa è finalizzata a sospingere verso l'alto la domanda aggregata, coerentemente con i progetti di profitto e di accumulazione delle imprese, qualora essa dovesse rivelarsi insufficiente. Di questa «disfunzione» del processo di finanziamento non sfuggono gli effetti in ordine alla distribuzione del reddito⁶⁹. Anche in questo caso, il finanziamento è erogato dal sistema bancario sul piano monetario, ma è concesso dai lavoratori da un punto di vista reale.

Il recente affermarsi del SBO può essere collocato in questa prospettiva all'interno di una precisa successione. Il settore delle imprese necessitava di un livello di domanda globale coerente con i propri progetti di accumulazione ma ha dovuto fronteggiare la caduta della domanda di beni di consumo, conseguente alla compressione dei redditi da lavoro (frutto del generalizzato processo di deregolamentazione)⁷⁰. L'intervento del SBO (nella sua complessa articolazione) è stato determinante per «convalidare» le decisioni di produzione delle imprese attraverso il sostegno della domanda. Esso si è tradotto in un maggior sostegno finanziario alle imprese da parte degli intermediari non bancari e in accresciuto credito al consumo concesso ai lavoratori-consumatori. L'indebitamento di questi ultimi, stante la riduzione dei loro redditi in termini reali, è sta-

⁶⁹ L'analisi delle «émissions vides» di Schmitt si rivela, a questo riguardo, di particolare interesse (B. SCHMITT, *Inflation, chômage et malformations du capital*, Paris e Albeuve, Economica e Castella, 1984).

⁷⁰ Cfr. R. BELLOFIORE, J. HALEVI, *La Grande Recessione e la Terza Crisi della Teoria Economica*, in «Critica marxista» n. 3-4, 2010, p. 5.

to d'altra parte la via obbligata per garantire il mantenimento della domanda di beni di consumo a livelli sufficientemente alti⁷¹.

Al tempo stesso, va osservato, la riduzione dei risparmi ha indotto il settore delle imprese a cercare fonti alternative per il finanziamento degli investimenti. Anche in questo caso il SBO ha assicurato gli strumenti per il raggiungimento di tale obiettivo.

Lysandrou ha avanzato serie riserve circa la capacità della teoria monetaria della produzione e della teoria del circuito monetario di fornire una spiegazione del processo di finanziarizzazione⁷². Egli ha affermato che esse mantengono valore esplicativo limitatamente al capitalismo industriale e che, ai fini della spiegazione di tale evoluzione del sistema finanziario, occorre passare a un modello teorico ben diverso⁷³. Più specificamente, egli ha imputato a tali teorie un'ineguatezza di fondo riconducibile a una carenza di carattere metodologico: è l'avversione a qualsiasi forma di riduzionismo metodologico a renderle analiticamente mute di fronte ad alcuni sviluppi dell'economia capitalistica e al fenomeno della finanziarizzazione.

A quest'ultimo riguardo riteniamo di dover osservare che il modello proposto da Graziani vuole offrire una spiegazione delle relazioni fondamentali che connotano un'economia capitalistica nella sua dimensione monetaria, nella loro essenziale irriducibilità. Circostanza questa che incide certamente sulla rilevanza delle obiezioni avanzate da Lysandrou⁷⁴.

L'analisi del dispiegarsi del finanziamento nelle sue diverse forme, che è alla base della teoria monetaria della produzione, si conferma come uno strumento di

⁷¹ Seccareccia ha affrontato il problema dell'evoluzione del sistema finanziario, utilizzando l'apparato analitico proprio della teoria del circuito monetario e ha esaminato gli effetti dell'evoluzione del sistema finanziario a seguito del processo di finanziarizzazione. Il risparmio delle famiglie è man mano scomparso di scena; il suo ruolo si è ridimensionato nel determinare la capacità creditizia del sistema bancario. Alla contrazione del risparmio ha fatto da contrappunto un aumento dei profitti dell'aggregato delle imprese nella sua globalità (comprese quindi le banche). Cfr. M. SECCARECCIA, *Financialization and the transformation of commercial banking: understanding the recent Canadian experience before and during the international financial crisis*, in «Journal of Post Keynesian Economics», 35, 2, Winter 2012-2013, pp. 277-300.

⁷² P. LYSANDROU (2014), *Financialisation and the Limits of Circuit Theory*, disponibile sul sito: <http://www.postkeynesian.net/downloads/soas14/PL300514.pdf> (15-10-2014).

⁷³ «There was a time when circuit theory could give some meaningful insights into the nature of monetary production economies. That time is over. By far the most significant development in the monetary sphere of capitalism in recent decades is that of financialisation, a phenomenon that circuit theory cannot explain other than by omitting some of its most important characterising features while indiscriminately dismissing those features that it does address as dysfunctional outgrowths» (*ivi*, p. 19).

⁷⁴ A proposito della teoria del circuito monetario, M. VERONESE PASSARELLA, M. SAWYER, *Financialisation in the circuit*, FESSUD, Working Paper Series No. 18, 2014, p. 126, hanno osservato: «The TMC should not be considered a mere empirical description of the old Fordist manufacturing system (interpreted as a sort of 'Golden Age' of capitalism), as opposed to the new financially sophisticated capitalism. Rather, the TMC must be regarded as the general social accounting of a monetary economy of production, be it either 'traditional' or 'financialized'».

grande rilevanza teorica, in grado di dar conto del funzionamento di un'economia monetaria sia quando esso è regolare quanto in presenza di disfunzioni⁷⁵. Per tale via è possibile pervenire a una lettura dei meccanismi monetari che hanno caratterizzato la crisi del 2007.

Tale approccio offre altresì gli strumenti per procedere a una riforma del settore bancario nella sua globalità (tradizionale e SBO) attraverso la fissazione di regole da porre a base dell'attività dell'emissione monetaria e dell'intermediazione creditizia e l'individuazione di soggetti che se ne facciano garanti⁷⁶.

7. Conclusione

Il dibattito sull'emersione del SBO ha rappresentato un'occasione particolarmente stimolante per una riflessione sul carattere monetario dell'economia capitalistica. L'entrata in scena, specie in occasione della crisi economico-finanziaria del 2007, di un insieme articolato di strumenti e di soggetti non regolamentati ha evidenziato i limiti degli interventi tradizionali in materia di controllo del credito, confermando ancora una volta il carattere endogeno dell'offerta di moneta.

L'acquisita consapevolezza di tale profilo non consente però, di per sé, di cogliere la peculiarità dell'evoluzione del sistema degli intermediari creditizi e d'individuare strumenti al fine di evitare futuri squilibri.

Graziani ha dimostrato che attraverso il passaggio dal modello di un'economia di scambio monetizzata, che è quello sotteso alle analisi del *mainstream* teorico, a quello di un'economia monetaria di produzione è possibile superare tale *impasse*. È questa specificità del suo modello che fa di esso un prezioso lascito teorico e un importante strumento per la comprensione della genesi e del ruolo del SBO.

⁷⁵ Per un'analisi del processo di finanziarizzazione nella prospettiva della teoria del circuito monetario, si veda: M. VERONESE PASSARELLA, *Financialization and the Monetary Circuit: A Macro-accounting Approach*, in «Review of Political Economy», 26, 1, 2014, pp. 107-127.

⁷⁶ Collocandosi in una prospettiva circuitista, Bougrine e Seccareccia hanno esaminato diverse ipotesi di riforma «eterodosse» del sistema bancario, sostenendo la necessità di una nazionalizzazione delle banche commerciali. Cfr. H. BOUGRINE, M. SECCARECCIA, *Rethinking banking institutions in contemporary economies: are there alternatives to the status quo*, in L.P. ROCHON, M. SECCARECCIA (a cura di), *Monetary Economies of Production*, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, Edward Elgar, 2013.

