

I processi di deflazione creditizia nell'odierno contesto istituzionale

I. Introduzione

Keynes, concludendo la sua risposta a Viner, scriveva: "Ciò che io offro, quindi, è una teoria che spiega perché produzione e occupazione sono così soggette a fluttuazioni" (QJE, pag. 221).¹ La *Teoria Generale*, sebbene non sia una teoria dei cicli economici, costituisce una formulazione della teoria economica all'interno della quale i cicli economici sono eventi di carattere normale. Ma, in conseguenza dell'interpretazione ortodossa della *Teoria Generale*, che ha forzato le intuizioni e gli intenti di Keynes dentro il modello di mercati perfetti della teoria walrasiana, e in conseguenza dell'erronea applicazione all'analisi dell'accumulazione dei sofisticati apparati formali sviluppati per l'analisi dell'allocatione delle risorse in un contesto di tipo walrasiano, il problema dell'instabilità endogena affrontato nella *Teoria Generale* è stato perso di vista. In Marshall, e Keynes era in larghissima misura un economista marshalliano, i concetti di equilibrio sono usati come punti di partenza per argomentazioni che mostrano l'esistenza di forze endogene disequilibranti che costituiscono fattori di disturbo dei vari stati di equilibrio, talché il sistema economico si muove tra un equilibrio e l'altro. L'interpretazione ortodossa di Keynes, così come la nuova economia classica delle aspettative razionali, considera l'equilibrio definito dai parametri del modello come il "normale" stato raggiunto dall'economia.

La teoria della *Teoria Generale* può essere così presentata: una teoria del reddito basata sugli investimenti, e una teoria finanziaria degli

¹ La recensione di J. VINER della *Teoria Generale* di Keynes, "Mr. Keynes on the Causes of Unemployment" (*Quarterly Journal of Economics* 51, novembre 1936, pagg. 147-156), è una importante fonte per la tradizione economica "di Chicago".

investimenti. Essa non consente alcuna dicotomizzazione tra fenomeni "finanziari" e fenomeni "reali" nell'analisi di un'economia capitalistica. In essa la moneta non è un semplice strumento che facilita gli scambi, ma è piuttosto uno strumento per il finanziamento di investimenti e di posizioni in attività finanziarie e beni capitali.²

Sebbene il ciclo economico sia stato messo in sordina dopo la seconda guerra mondiale — giacché non abbiamo ancora sperimentato una recessione grave e prolungata — il sistema economico è stato soggetto ad una crescente turbolenza a partire dalla seconda metà degli anni '60. Per comprendere perché il sistema sia passato dalla fase di tranquillità del primo periodo del dopoguerra a una fase turbolenta, e perché quest'ultima sia sfociata in quel particolare insieme di fenomeni denominati "stagflazione", è necessario tornare a considerare alcuni aspetti di fondo del comportamento del sistema monetario in seno ad un'economia capitalistica. A tal fine, iniziamo con il considerare la spiegazione della Grande Depressione basata sulla teoria della deflazione creditizia di Irving Fisher, riformulando le idee in essa presenti in modo compatibile con le caratteristiche di comportamento dell'economia attuale.³

In modo sintetico e approssimato, ma tale da cogliere gli aspetti essenziali di ciò che è accaduto, gli anni successivi alla seconda guerra mondiale possono essere suddivisi in due periodi che differiscono fra loro per le caratteristiche generali di comportamento dell'economia. Il primo periodo, dalla fine della guerra alla prima metà degli anni '60, è stato un'era di progresso "tranquillo" durante il quale, nel complesso, si è andati molto vicini a una situazione di pieno impiego con prezzi stabili. La crescita, l'andamento dei prezzi e delle variabili distributive nell'economia americana dal '45 al '65 possono essere considerati assai prossimi a quei risultati che in un'economia capitalistica si devono in pratica ritenere i migliori conseguibili. Sebbene non perfetto, il comportamento dell'economia è stato in effetti assai soddisfacente. Il secondo periodo, che è iniziato nella seconda metà degli anni '60 e continua tuttora, rappresenta un'era di crescente turbolenza ed è caratterizzato da maggiore disoccupazione associata a più alti tassi di inflazione. L'esperienza, a partire dagli anni '60, mostra che i cicli economici

² HYMAN P. MINSKY, *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, 1975.

³ IRVING FISHER, "The Debt Deflation Theory of Great Depression", *Econometrica* 1933, pagg. 337-57. Cfr. anche *Booms and Depressions* (New York: Adelphi Co., 1932) e *100% Money* (New Haven: The City Printing Company, terza edizione, 1945).

costituiscono ancora un elemento caratteristico della nostra economia, sebbene la loro forma sia cambiata. La nuova forma del ciclo economico riflette il fatto che non si è ancora avuta una deflazione creditizia generalizzata, anche se il contesto finanziario e gli elementi necessari per lo scatenarsi di una deflazione creditizia sono stati presenti sin dalla metà degli anni '60.

Nella *Teoria Generale* e nella letteratura sui cicli economici si distingue fra due tipi di ciclo o di fluttuazioni.⁴ Si hanno, da un lato, cicli ripetitivi o poco pronunciati, durante i quali l'economia oscilla, «... evitando che le fluttuazioni dell'occupazione e dei prezzi raggiungano i valori estremi più gravi in entrambe le direzioni e muovendosi intorno a una posizione intermedia sensibilmente al di sotto della piena occupazione e sensibilmente al di sopra del minimo di occupazione, un declino al di sotto del quale metterebbe in pericolo la vita...» (TG, pag. 254). Si hanno, dall'altro lato, cicli con una depressione grave in cui ha luogo una crisi traumatica che conduce a lunghe fasi di declino. In quest'ultimo tipo di cicli la distanza del reddito da quel livello che "metterebbe in pericolo la vita" è assai ridotta.

Cicli attenuati e cicli gravi si differenziano per il grado di coinvolgimento del sistema finanziario. Nei cicli attenuati il sistema finanziario rimane stabile; nell'altro tipo di cicli si hanno crisi finanziarie e quello che Fisher chiamava un processo di deflazione creditizia. Nel periodo postbellico precedente il 1965, i cicli economici verificatisi secondo la cronologia del *National Bureau of Economic Research* non hanno fatto registrare serie deviazioni da una condizione di stabilità finanziaria. Nei cicli economici degli anni successivi alla metà degli anni '60 si è avuta la minaccia di crisi finanziarie, o almeno la Riserva Federale ha creduto che tale minaccia esistesse, dal momento che essa è intervenuta come prestatrice d'ultima istanza (*lender of last resort*). Malgrado il coinvolgimento del sistema finanziario durante i cicli successivi alla metà degli anni '60, le recessioni sono state brevi e poco accentuate (se confrontate con quelle avutesi nei precedenti cicli più gravi), mentre le fasi di ripresa, almeno nei loro stadi iniziali, sono state sostenute.⁵ È perciò

⁴ M. FRIEDMAN e A.C. SCHWARTZ distinguono fra cicli con depressioni lievi e cicli con depressioni gravi. Cfr. *A Monetary History of the United States*, Princeton University Press, 1963.

J. Schumpeter ragionava su uno schema basato su tre tipi di cicli; ma il ciclo di tipo Kondratief è di lungo periodo e di natura assai più congetturale degli altri due. Cfr. J. SCHUMPETER, *Business Cycles* (New York: McGraw Hill, 1939).

⁵ HYMAN P. MINSKY, "Finance and Profits: the Changing Nature of Business Cycles" (Joint Economic Committee of the United States Congress, *The Business Cycle and Public Policy* 1929-80, 1980).

necessario esaminare le differenze tra i processi di deflazione creditizia nel periodo prima della seconda guerra mondiale e la nostra situazione attuale.

II. Tranquillità e turbolenza

Un'economia che accumula e in cui si hanno rapporti finanziari capitalistici costituisce un sistema iterativo in cui i complessi risultati passati determinano ciò che accade nel presente, così come i risultati correnti determinano ciò che accadrà in futuro. Questo legame intertemporale è reso ancor più complesso dal fatto che la conoscenza del passato e del presente, congiuntamente alle teorie che pretendono di interpretare il funzionamento dell'economia, determinano le aspettative correnti di valori futuri che, a loro volta, influenzano i comportamenti correnti. Un'economia in cui si investe e in cui vi sono processi finanziari capitalistici opera con retaggi del passato, mentre nello stesso tempo crea dotazioni per il futuro.

Non è possibile costruire un modello di un'economia in cui il tempo è unidirezionale (in quanto il passato e le opinioni concernenti il futuro influenzano il presente, e i risultati correnti stabiliscono i parametri entro cui gli eventi futuri avranno luogo) senza tener conto in modo esplicito di tali relazioni intertemporali. Per giunta, un'economia in cui il passato, il presente e il futuro sono interconnessi attraverso l'accumulazione di beni capitali e di strumenti finanziari ha inevitabilmente un carattere non lineare.

Processi non lineari dipendenti dalla dimensione temporale si hanno in varie discipline — per esempio, nell'idrodinamica, nei sistemi biologici, nell'aeronautica e nella meteorologia — e nell'era dei *computers* l'andamento nel tempo di tali processi, difficilmente trattabili in termini matematici, è stato studiato mediante simulazioni. Sono stati così ottenuti alcuni "risultati empirici", i quali mettono in luce che l'andamento normale di tali processi è imprevedibile, poiché le caratteristiche dei processi temporali "liberamente iterativi" mutano costantemente. Il sistema passa da comportamenti che appaiono come un tranquillo processo di espansione a comportamenti ciclici apparentemente regolari, e infine a comportamenti che non possono essere descritti altro che come caotici. Inoltre un certo tipo di comportamento

appare e successivamente scompare; in altri termini, l'ordine e la tranquillità cedono il posto al caos o alla turbolenza che, a loro volta, saranno seguiti da un periodo in cui l'ordine riappare.

Se si accetta l'idea che i processi iterativi non lineari sono la migliore descrizione per analogia del comportamento dell'economia, l'emergere della turbolenza e del caos da situazioni inizialmente tranquille e ordinate costituisce un processo normale.⁶ Tuttavia, sebbene talvolta la turbolenza e il caos possano adeguatamente descrivere il comportamento dell'economia, la maggior parte delle volte il suo comportamento è tranquillo e coerente. Forse si hanno, per la maggior parte del tempo, fenomeni isolati di comportamento incoerente, ma essi non rappresentano il caso generale.

Se si distingue tra una "libera determinazione" dell'andamento temporale del processo (che si ha quando i valori determinati dalle interazioni esistenti nel sistema incidono sulla determinazione dei valori futuri) e una "determinazione vincolata" (che si ha quando valori imposti dall'esterno — da "pavimenti", "massimali", rigidità politiche o istituzionali — incidono sulla determinazione dei valori futuri), il prevalere di un comportamento coerente, in un assetto che tende intrinsecamente all'emergere di condizioni caotiche, è dovuto a questi "interventi". Ciò accade perché, ogni volta che nuove condizioni iniziali vengono imposte, le reazioni immediatamente successive sono coerenti. Interventi che hanno luogo con l'imposizione di "pavimenti", "massimali", rigidità istituzionali o misure di politica economica impongono in effetti nuove condizioni iniziali.

Il funzionamento interno del nostro sistema condurrebbe così all'emergere del caos, ma se quest'ultimo implica che i parametri assumono valori inaccettabili e se esiste un sistema di interventi effettivi che vincola l'economia entro valori accettabili dei parametri, l'andamento complessivo sarà coerente con isolati episodi accidentali di incoerenza. Affinché un comportamento incoerente prevalga per più di un breve lasso di tempo è necessario che il sistema di interventi e di vincoli subisca un collasso.

Il processo di deflazione creditizia che avvenne nel periodo 1929-33 costituisce un esempio di comportamento incoerente della nostra economia. Se esiste un caso in cui il comportamento dell'eco-

⁶ R. H. DAY, "Irregular Growth Cycles", *American Economic Review*, giugno 1962, pagine 406-414.

nomia americana può considerarsi caotico, questo è costituito dai mesi finali del grande collasso che terminò con il virtuale completo arresto dell'economia all'inizio del 1933. Poiché, a partire dal 1966, sono accaduti diversi episodi che sembrano equivalenti a quelli che verosimilmente diedero l'avvio a quel tipo di comportamento dell'economia dopo il 1929, è utile esaminare il passato alla luce dei più recenti sviluppi, al fine di comprendere perché oggi la situazione sia diversa.

Sapere che esistono modelli astratti basati su serie temporali mobili, interpretabili come attestanti che il funzionamento interno di un sistema complesso dipendente dalla dimensione temporale conduce a una rottura del comportamento coerente, è ovviamente una soddisfazione per quegli economisti che hanno sempre messo in dubbio la validità empirica dell'economia di "super-stabilità" di Arrow, di Debreu, della prima generazione di monetaristi e della scuola delle aspettative razionali. È chiaro che Keynes trattò l'economia proprio come un processo dipendente dalla dimensione temporale. In Keynes, il crollo dei valori delle attività in assenza di interventi, di vincoli e di rigidità è parte integrante del meccanismo a causa del quale l'economia non è in grado di conseguire la piena occupazione. Tuttavia, il rafforzamento del punto di vista keynesiano con sofisticati strumenti formali sarebbe di scarso valore, se non fossimo in grado di indicare ed analizzare un periodo di sviluppo caotico e di spiegarlo con la mancanza di interventi efficaci.

III. La descrizione di Fisher della deflazione creditizia.

Grazie agli strumenti formali ora disponibili e a causa delle crisi finanziarie a partire dal 1966 e delle continue minacce di un collasso finanziario, è ora utile considerare attentamente l'analisi di Fisher del processo di deflazione creditizia. Fisher comincia la sua esposizione assumendo uno stato iniziale di eccessivo indebitamento. Spiegazioni della Grande Depressione basate su teorie di iper-indebitamento a quel tempo non erano rare: la ricerca condotta sotto gli auspici del *Twentieth Century Fund* avanzava una spiegazione di questo tipo, e proponeva programmi di riforma della struttura finanziaria miranti ad evitare un eccessivo indebitamento in futuro.⁷

⁷ TWENTIETH CENTURY FUND, "Debts and Recovery" (*Twentieth Century Fund*, 1937). Cfr. anche CLARK EVANS, "The Internal Debts of the United States", (*Twentieth Century Fund*, 1935).

Mentre la Grande Depressione procedeva, Irving Fisher, così come vari economisti dell'Università di Chicago, propose una riforma radicale delle istituzioni bancarie e monetarie basata sul concetto di "moneta al cento per cento". Una struttura bancaria e finanziaria basata su una "moneta al cento per cento" avrebbe impedito la pratica bancaria delle riserve frazionarie. Rendendo tutta la moneta moneta legale o moneta merce, una "moneta al cento per cento" — si sosteneva — avrebbe impedito il tipo di diminuzione dell'offerta di moneta e di finanziamenti che caratterizzava la Grande Depressione. Come illustra lo sviluppo di fondi nei mercati monetari, frutto del carattere pervasivo dell'attività bancaria e della duttilità con cui nuovi organismi bancari emergono in risposta a opportunità di profitto, si può assumere che il radicale riassetto del sistema bancario proposto dai progetti basati sul concetto di "moneta al cento per cento" non sopravviverebbe ad un'era di espansione tranquilla.⁸

Fisher individuava nove fasi caratterizzanti un processo di deflazione creditizia. La seconda è «quella della contrazione dell'offerta di moneta bancaria...». In un commento, egli sostiene che «tutti gli eventi elencati hanno luogo attraverso una contrazione della moneta bancaria». Come è ben noto, l'analisi della Grande Depressione da parte di monetaristi come Friedman e Schwartz va molto vicina ad attribuirne l'intera "colpa" alla contrazione dell'offerta di moneta. Il monetarismo e la "dottrina della moneta al cento per cento" sono simili nell'attribuire tutta, o quasi tutta, la colpa di gravi cicli economici al cattivo funzionamento del processo di offerta di moneta; ma, da molti punti di vista, i sostenitori della "moneta al cento per cento" erano più sofisticati dei moderni monetaristi. I fautori di una "moneta al cento per cento" riconoscevano che il cattivo funzionamento dell'economia era dovuto a istituzioni e strumenti che svolgono funzioni vitali in un'economia capitalistica. Essi perciò integravano il loro programma di riforma monetaria con un radicale riordinamento delle istituzioni e delle pratiche finanziarie. La tesi dei moderni monetaristi sembra quasi essere che, se la Riserva Federale garantisse la corretta crescita dell'offerta di moneta, l'economia di mercato giungerebbe e resterebbe in una situazione di pieno impiego e di prezzi stabili.

⁸ H. C. SIMONS, *Economic Policy for a Free Society* (Chicago: University of Chicago Press, 1948).

Il processo di deflazione a nove stadi era così delineato da Fisher:

«Posto che, in un certo momento, esista una situazione di eccessivo indebitamento, questa tenderà a portare a liquidazioni, causate dallo stato di allarme dei debitori, dei creditori, o di entrambi. Possiamo quindi dedurre la seguente catena di conseguenze, di nove anelli:

- 1) *La liquidazione dei debiti conduce a vendite forzate e alla*
- 2) *contrazione della moneta bancaria*, poiché i prestiti bancari sono rimborsati, e ad un rallentamento della velocità di circolazione. La contrazione dei depositi in conto corrente e della loro velocità e le vendite forzate, provocano
- 3) *una caduta del livello dei prezzi*, in altre parole il crescere del valore del dollaro. Assumendo, come si è prima affermato, che la caduta dei prezzi non viene ostacolata da misure reflazionistiche o d'altro genere, ci deve essere
- 4) *un'ancor maggiore diminuzione dei valori patrimoniali netti delle imprese che dà luogo a fallimenti e a*
- 5) *un'analoga caduta dei profitti*, che spesso si tramutano in perdite, le quali, in una società "capitalistica" — cioè basata sui profitti privati — conducono le imprese che le stanno subendo a
- 6) *una riduzione della produzione, degli scambi e dell'occupazione di forza lavoro*. Queste perdite, i fallimenti e la disoccupazione portano a
- 7) *pessimismo e mancanza di fiducia*, che, a loro volta, provocano
- 8) *tesaurizzazione e un ancor maggiore rallentamento della velocità di circolazione*. Gli otto fenomeni menzionati causano
- 9) *complesse perturbazioni del tasso di interesse*; in particolare una caduta dei tassi nominali d'interesse, cioè dei tassi espressi in termini di moneta, e un aumento dei tassi reali d'interesse, cioè dei tassi espressi in termini delle merci che la moneta può acquistare.

Questo ragionamento di carattere deduttivo è stato largamente confermato da studi di carattere induttivo. Evidentemente, i debiti e la deflazione spiegano assai bene, e in modo assai semplice e logico, una grande massa di fenomeni. Si noti che praticamente *tutti gli eventi*

*elencati hanno luogo in conseguenza di una contrazione della moneta bancaria».*⁹

Prima di discutere i "nove anelli" indicati da Fisher è necessario ricordare che la condizione iniziale del processo di deflazione creditizia è che «... esiste uno stato di iper-indebitamento». Fisher descrive tale stato nel modo seguente:

«(a) un eccessivo indebitamento è sempre relativo ad altri elementi — alla ricchezza e al reddito nazionale, alle riserve bancarie in generale e all'oro in particolare in un sistema di "gold standard"; (b) l'eccessivo indebitamento non è una semplice grandezza unidimensionale, misurabile unicamente in base all'ammontare di dollari dovuti. Si deve anche tener conto della distribuzione temporale dei debiti che giungono a scadenza. I debiti a scadenza immediata creano per il debitore più problemi dei debiti pagabili tra due anni; e i debiti pagabili a discrezione del creditore creano più problemi di quelli pagabili a convenienza del debitore. Così, le difficoltà create dai debiti sono rilevanti specialmente nel caso di prestiti da rimborsare a richiesta e nel caso di scadenze ravvicinate.

Ma, a fini pratici, possiamo approssimativamente misurare il grado di difficoltà creato dall'indebitamento considerando il valore totale dei debiti in scadenza nell'anno in corso, compresi affitti, imposte, interessi, rate, quote di fondi di accantonamento, e qualsiasi altro impegno definito o rigido di pagamenti sul capitale».¹⁰

Perché si possa parlare di eccessivo indebitamento è necessario che si abbia ciò che Keynes chiamava un "sistema di prestiti e debiti basato su margini di sicurezza". Come Fisher avvertiva, ogni volta che si deve stabilire se esiste o meno una situazione di eccessivo indebitamento, si deve tener conto della «...distribuzione temporale delle scadenze dei debiti». Il richiamo di Fisher ai "prestiti da rimborsare a richiesta" e alle "scadenze ravvicinate" denota che tra le somme in scadenza sono inclusi i rimborsi di capitale e gli interessi. Se la struttura del debito genera una distribuzione temporale degli esborsi, la struttura delle attività genera una distribuzione temporale delle entrate che affluiscono alle unità economiche. Il reddito nazionale cui si riferiva Fisher (concetto impreciso quando Fisher scriveva) non è sufficiente a determinare i flussi monetari disponibili ai debitori per far fronte ad

⁹ I. FISHER, *100% Money*, (New Haven: The City Printing Co., 1945, Prima edizione 1935), pagg. 122-123, (corsivo di Fisher).

¹⁰ I. FISHER, *op. cit.*, pagg. 126-27.

impegni giunti a scadenza. Prima che, in una qualsiasi situazione, si possano valutare le prospettive di una deflazione creditizia, è necessario costruire un modello sia degli impegni di pagamento relativi alla struttura del debito, sia delle fonti di provenienza dei fondi mediante i quali si può far fronte a tali impegni. Poiché gli impegni di pagamento e le fonti di provenienza di contante sono connessi alle istituzioni finanziarie, la struttura dell'intermediazione finanziaria e la sua evoluzione nel tempo sono fattori determinanti per il comportamento di un sistema che subisce le conseguenze di un eccessivo indebitamento.

Fisher sostiene che un eccessivo indebitamento «conduce a liquidazioni causate dallo stato di allarme dei debitori, dei creditori, o di entrambi». Fisher non individua nessuna proprietà del sistema che trasforma un livello "sopportabile" di indebitamento in una situazione "di eccessivo indebitamento". Tuttavia, se il debito è a breve termine, un aumento dei tassi di interesse conduce ad un aumento dei pagamenti dovuti, mentre un aumento dei tassi a lungo termine riduce il valore delle attività finanziarie a lungo termine e dei beni capitali. I margini di sicurezza cui Keynes si riferiva sono rappresentati da un'eccedenza delle entrate in contanti rispetto agli impegni di pagamento, o da un'eccedenza del valore delle attività sul valore delle passività e il possesso di contanti e altre attività liquide. Un aumento dei tassi d'interesse porta a una diminuzione dell'eccedenza delle entrate in contanti sui pagamenti in contanti e del valore delle attività rispetto alle passività, così come induce ad economizzare contante o attività liquide. Per ogni dato ammontare di entrate in contanti, generate dal possesso di attività e dalla produzione di reddito, e per ogni dato volume di impegni di pagamento dovuto alla struttura delle passività, si ha un limite superiore per i tassi di interesse che garantisce l'esistenza di adeguati margini di sicurezza per il normale funzionamento del sistema di prestiti e debiti. I tassi d'interesse massimi compatibili con la capacità di esistenza di una certa struttura del debito decrescono al crescere del rapporto tra finanziamento mediante debiti e capitale azionario. Se, nel tempo, il finanziamento mediante debiti cresce, il margine di sicurezza (sia per quanto riguarda i flussi in contanti sia per i valori patrimoniali) che rende possibile un continuato funzionamento normale di un certo sistema di debiti può vanificarsi in conseguenza di un aumento dei tassi d'interesse o di una caduta dei profitti. L'evoluzione della struttura del debito può portare ad una situazione in cui anche un avvenimento non insolito scatena sia il desiderio di ridurre il debito sia la non-disponibilità a finanziare nuovi progetti con l'indebitamento. L'evoluzione della struttura del debito e delle istituzioni finanziarie, così come i

cambiamenti nel grado di accettabilità della struttura delle passività per il finanziamento di posizioni in attività, costituiscono importanti fattori di natura empirica che influenzano lo spostarsi di sistemi non lineari iterativi da una situazione in cui si producono risultati coerenti a una situazione che produce risultati incoerenti.

Fisher non analizza i modi in cui una unità economica può ottenere contante per il pagamento dei debiti che giungono a scadenza. In un'economia capitalistica esistono tre fonti essenziali di contante per far fronte agli impegni di pagamento: flussi di contante derivanti da attività produttive (profitti per gli imprenditori e salari per le famiglie), prestiti o rifinanziamenti, vendite di beni capitali. Vi è inoltre la possibilità che un'unità economica abbia a disposizione contante o un certo ammontare di attività eccedenti le sue necessità operative e che possono essere rapidamente vendute. In tutte le strutture finanziarie capitalistiche una grave minaccia alla capacità di esistenza della struttura finanziaria è rappresentata dal fatto che le unità economiche possono essere forzate a vendere attività che hanno un mercato assai limitato al fine di ricavare il contante di cui hanno bisogno per far fronte agli impegni di pagamento. Queste vendite causano una riduzione del prezzo di mercato di tali attività e, quindi, della quantità di contante che esse possono procurare.

La preferenza per la liquidità assegna alle attività che possono essere impiegate per soddisfare impegni di pagamento o per ottenere il contante necessario un valore più alto di quello connesso al flusso di contante che esse generano. La domanda di contante dipende dalla struttura degli impegni di pagamento implicita nella struttura delle passività rapportata al flusso di contante generato da attività produttive e all'esistenza di mercati finanziari che facilitano il rifinanziamento. A causa della preferenza per la liquidità, si ha una domanda di moneta, e di quasi moneta, per scopi transattivi che deriva dai pagamenti determinati dalla struttura delle passività.

Quando si presenta una situazione in cui il pagamento dei debiti non può avvenire con contante generato da attività produttive o con rifinanziamenti, e quindi si debbono vendere attività, le necessità imposte dalla struttura del debito possono condurre ad una caduta dei prezzi delle attività. In un libero mercato, la caduta dei prezzi delle attività può essere così ampia che la loro vendita non è più in grado di far realizzare i fondi necessari a far fronte agli impegni. Quando ciò accade, lo stato di illiquidità del sistema determina una situazione di insolvenza generalizzata.

Una deflazione creditizia può anche svilupparsi in conseguenza di una caduta dei profitti rispetto agli esistenti impegni di pagamento. I flussi di profitti sono determinati dal livello del reddito e, in particolare, dal livello degli investimenti nel caso in cui non esiste un settore pubblico o esso è di piccole dimensioni. Una deflazione creditizia non può svilupparsi molto se i profitti sono sostenuti o addirittura crescono quando il reddito diminuisce.

Al fine di comprendere il processo di deflazione creditizia, è necessario specificare ciò che si intende per "una caduta del livello dei prezzi". Nel tentativo di ottenere contante per il pagamento dei debiti vendendo attività, si provoca una pressione al ribasso sui prezzi delle attività. Esiste però un altro livello dei prezzi: quello della produzione corrente. Parte dei ricavi derivanti dalla produzione corrente sono costituiti dal *mark-up* sui costi correnti moltiplicato per la quantità prodotta; è questo il flusso dei profitti. Se i prezzi decrescono rispetto ai saggi salariali monetari, i profitti vengono compressi e ciò fa diminuire la probabilità che si possa far fronte agli impegni di pagamento. La politica economica, se mira a impedire una deflazione creditizia, deve impedire ogni notevole diminuzione dei prezzi rispetto ai salari. Una deflazione dei prezzi, che conduce a una deflazione dei profitti, fa aumentare le probabilità di una grave deflazione creditizia.

Le nove fasi della deflazione creditizia di Fisher si riducono a due momenti cruciali, una volta che il processo è iniziato: l'andamento dei profitti e le possibilità di rifinanziamento del debito a condizioni favorevoli. Gli eventi critici del periodo postbellico — quelli del 1966, 1969/70 e 1974/75, e poi del 1980 e del 1982 — possono essere interpretati come fattori scatenanti che, in una struttura finanziaria fortemente indebitata, potevano condurre ad una vera e propria deflazione creditizia. Tuttavia sia le vendite forzate, che deprimono i prezzi delle attività, sia il prolungato declino dei profitti, che fa crescere l'onere del debito, sono stati evitati. Caratteristiche di questi anni sono stati una serie di brevi e contenute recessioni e l'emergere dello speciale fenomeno della "stagflazione", ossia di incomplete espansioni congiunte ad inflazione.

IV. Una riformulazione moderna della teoria della deflazione creditizia.

È oggi possibile descrivere il processo di deflazione creditizia in maniera migliore di quanto fece Fisher nel 1933; e spiegare inoltre il fenomeno di sovra-indebitamento o l'inizio del processo di crisi. Il fondamentale processo monetario che caratterizza un'economia capitalistica è il finanziamento di posizioni patrimoniali e investimenti; in particolare, gli investimenti e il possesso di beni capitali rappresentano un esborso di moneta ora in vista di entrate monetarie in futuro. Per quanto riguarda i beni capitali impiegati nella produzione, la moneta affluisce in futuro nella forma di un flusso di profitti lordi. Al fine di ottenere moneta ora, le imprese trattengono profitti e contraggono debiti. Una certa quota dei debiti impiegati per finanziare gli investimenti, le posizioni in beni capitali o quelle in attività finanziarie, è a sua volta finanziata da passività che sono considerate moneta dai loro detentori. L'esistenza di una rete finanziaria è una caratteristica essenziale di un'economia capitalistica.

In conseguenza di contratti stipulati in passato, vi sono pagamenti che giungono a scadenza ora. I flussi di contante che affluiscono alle unità economiche che hanno pagamenti da fare sono profitti lordi, pagamenti relativi a contratti finanziari o entrate derivanti da prestiti o dalla vendita di attività. Un elemento importante che caratterizza la struttura delle passività è la provenienza del contante necessario a far fronte agli impegni finanziari; esso può provenire da "profitti", dall'esecuzione di contratti, dal rifinanziamento o dalla vendita di posizioni.

Possiamo distinguere due tipi di strutture delle passività: quelle in cui i profitti delle imprese (i salari delle famiglie) sono sufficienti a far fronte agli impegni finanziari, e quelle che in una certa misura richiedono il rinnovo di debiti relativi a contratti che giungono a scadenza. Ho chiamato "sicure" (*bedge finance*) le situazioni finanziarie in cui i profitti sono sufficienti, e "speculative" quelle in cui è necessario il rifinanziamento. Ho poi chiamato "situazione finanziaria di tipo Ponzi" (banchiere avventuroso di Boston, N.d.R.) quella situazione "speculativa" in cui si ha un aumento netto dei debiti; in un finanziamento di tipo Ponzi l'interesse viene capitalizzato.

Un'economia capitalistica è caratterizzata da organizzazioni finanziarie che mirano alla realizzazione di profitti, e in cui sia gli uomini di

affari sia i banchieri sono liberi di attuare innovazioni in campo finanziario. Più ampio è il ventaglio di tipi alternativi di finanziamento, maggiore è la domanda di attività esistenti e maggiore è il volume di finanziamenti disponibile per gli investimenti. Una domanda maggiore implica prezzi più alti: ogni ampliamento del ventaglio di alternative finanziarie che accresca il volume di finanziamenti disponibile per l'acquisizione di beni capitali tenderà a far crescere il prezzo dei beni capitali stessi. Ma ogni aumento del prezzo dei beni capitali fa crescere il margine di sicurezza relativo ad ogni data struttura delle passività, facendo crescere il valore delle attività rispetto al valore dei debiti. Un ampliamento del ventaglio di tipi di finanziamento accrescerà quindi dapprima l'offerta di finanziamenti, ma, accrescendo i margini di sicurezza dei contratti esistenti e potenziali, può anche far crescere la domanda di finanziamenti.

In ogni economia che impiega moneta e in cui esistono posizioni debitorie, esiste un certo ammontare di moneta impegnata dai suoi detentori per pagamenti che avranno luogo nel (prossimo) futuro. Tali "sacche" di moneta sono la materia prima per il finanziamento dei debiti a breve termine. Coloro che attuano innovazioni nei mercati finanziari sviluppano nuovi modi di impiego o di ottenimento del contante per il finanziamento sia a lungo termine sia a breve termine. In un periodo in cui gli affari vanno bene, l'offerta di finanziamenti a breve termine si adegua più celermente dell'offerta di finanziamenti a lungo termine. Pertanto, in un periodo positivo, l'indebitamento a breve termine cresce rispetto al flusso di contante sotto forma di profitti lordi. Via via che l'indebitamento a breve termine diviene una parte crescente della struttura del debito, la situazione finanziaria assume sempre più un carattere speculativo, in quanto una quota crescente dei debiti che giungono a scadenza può essere rimborsata solo ricorrendo a nuovi debiti. In tali circostanze, le possibilità di sopravvivenza di coloro che prendono a prestito dipenderanno in misura crescente dalla disponibilità di fondi nei vari mercati.

La riconversione da una struttura debitoria di tipo speculativo ha inizio quando il rialzo dei tassi d'interesse fa aumentare i pagamenti relativi a nuovi debiti e al rifinanziamento di vecchi debiti rispetto ai flussi attesi di contante. Ciò inciderà sulla disponibilità e la capacità delle unità economiche a indebitarsi; esse tenderanno di sostituire la vendita di posizioni al rifinanziamento delle posizioni stesse.

L'investimento consiste nell'impiego di risorse per un certo periodo di tempo al fine di creare beni capitali da usare nella produzione per

un certo periodo di tempo; il periodo di impiego dei beni capitali inizia quando il processo d'investimento è terminato. La produzione di beni d'investimento ha luogo perché i produttori si aspettano di realizzare profitti. Ciò significa che i prezzi ai quali essi si aspettano di vendere la loro produzione consentono di realizzare un margine al di sopra dei costi di produzione. Nei progetti d'investimento che richiedono un notevole lasso di tempo per essere completati, l'interesse sui costi iniziali può costituire una parte rilevante dei costi che i prezzi debbono coprire. I costi connessi al pagamento dell'interesse varieranno al variare dei tassi d'interesse di mercato a breve termine: un loro aumento fa aumentare il prezzo di offerta dei beni d'investimento.

I beni capitali hanno valore solo in quanto ci si attende che procureranno profitti; il prezzo di mercato dei beni capitali è dato dalla capitalizzazione dei profitti attesi. Con profitti futuri attesi costanti, un aumento dei tassi d'interesse di mercato a lungo termine determina una riduzione del prezzo di mercato dei beni capitali.

Tassi d'interesse crescenti fanno aumentare i prezzi di offerta dei beni d'investimento e fanno diminuire il prezzo di mercato dei beni capitali esistenti. Il divario fra prezzo di mercato dei beni capitali esistenti e prezzo di offerta di nuovi beni capitali è la forza trainante dell'attività d'investimento. Un sensibile aumento dei tassi d'interesse può far scomparire tale divario o addirittura farlo diventare negativo. Ciò inciderà sulle decisioni d'investimento e, con un certo ritardo, sull'investimento stesso. Sia la diminuzione delle scorte sia il taglio degli investimenti in beni durevoli, se non sono contrastati, condurranno ad un declino dei profitti, seppure con vari ritardi.

Un'evoluzione delle interrelazioni finanziarie tale da portare a una struttura esposta a una deflazione creditizia è una normale conseguenza dell'accertata profittabilità di indebitarsi per finanziare attività produttive e il possesso di attività finanziarie. Il grado di suscettibilità dell'economia a una deflazione creditizia dipende dal valore minimo dei tassi d'interesse che condurrebbe a un'erosione dei vari margini di sicurezza, per dati flussi di contante e date combinazioni di attività (implicite nella struttura finanziaria), e dal livello dei tassi d'interesse che farebbero diminuire e invertire di segno la differenza tra la valutazione di mercato dei beni capitali esistenti e il prezzo di offerta dei beni capitali nuovi, provocando una caduta degli investimenti. L'instabilità al rialzo dei tassi d'interesse, a sua volta, dipende dalla quota di finanziamenti inelastici rispetto all'interesse (trattandosi del rifinanziamento di posizioni o del finanziamento di progetti d'investimento a lunga gestazione) e dalla

elasticità dell'offerta di finanziamenti rispetto alle condizioni di finanziamento. Quest'ultima riguarda principalmente i finanziamenti a breve termine, e dipende dall'elasticità del credito bancario e dall'effetto esercitato sull'offerta di fondi dalle innovazioni istituzionali che si verificano nei mercati finanziari.

È chiaro in teoria — ed è stato riscontrato nella realtà economica — che quanto maggiore è il grado di dipendenza dai finanziamenti di tipo speculativo e di tipo Ponzi, tanto maggiore è la probabilità che abbia luogo un sensibile aumento dei tassi d'interesse a breve termine. Se ciò accade, il guadagno atteso dal possesso di attività diminuisce: e ciò induce le unità economiche a tentare di assolvere pagamenti vendendo posizioni attive. Una caduta dei valori delle attività in conseguenza di una loro eccessiva offerta o dell'impossibilità per le unità che hanno debiti in scadenza di rinnovarli sono i fattori che scatenano un processo di deflazione creditizia.

V. Interventi che fanno abortire un processo di deflazione creditizia.

Le crisi finanziarie hanno sempre un "focolaio" — una o diverse istituzioni o mercati in cui l'incapacità di far fronte agli impegni di pagamento diviene per prima evidente. Le ripercussioni della incapacità iniziale ad assolvere i pagamenti vengono limitate solo se emerge un qualche tipo di finanza "di soccorso" da parte delle organizzazioni creditrici o da altre fonti. Nei sistemi economici odierni, un tipo di finanza di soccorso coinvolge quasi sempre, direttamente o indirettamente, la Banca centrale. Le azioni o gli interventi della Banca centrale quasi sempre implicano l'introduzione nell'economia di passività della Banca centrale stessa — moneta di riserva — per il rifinanziamento o per alleviare l'onere delle organizzazioni impegnate nel processo di rifinanziamento.

Una crisi finanziaria conduce sempre a sforzi da parte dei debitori diretti a diminuire la loro dipendenza da fondi esterni, e ciò significa che diminuiscono i prestiti richiesti alle banche commerciali o con operazioni di mercato aperto. Attualmente viviamo in un'economia in cui esiste un cospicuo volume di indebitamento pubblico. Le banche, che vengono a trovarsi in situazioni di disagio per l'elevato rapporto tra prestiti e attività quando la crisi finanziaria si sviluppa, impiegano le

risorse rese disponibili dal rimborso di debiti da parte delle imprese e dagli interventi della Banca centrale per accrescere i portafogli di titoli pubblici. I tassi d'interesse in conseguenza diminuiscono, mentre resta sostenuto il volume dei depositi bancari. La diminuzione dell'offerta di moneta, che rappresenta la seconda fase del processo descritto da Fisher, non ha luogo.

Si presume qui che la caduta del livello dei prezzi (fase 3 di Fisher) riguardi i prezzi dei beni prodotti; la caduta dei prezzi delle attività vendute dalle banche e da altre istituzioni finanziarie quando la crisi prende il via è presumibilmente arrestata dall'intervento della Banca centrale. Tuttavia, perché i prezzi dei beni — e i costi salariali — cadano, è necessario che si sviluppi e permanga una notevole eccedenza di offerta di beni e lavoro sui rispettivi mercati. Non è possibile assumere che la fase 3 abbia luogo in tale sequenza, e così per tempo in un processo di deflazione creditizia. Secondo Fisher, la caduta dei valori patrimoniali netti delle imprese e un aumento del numero di fallimenti (fase 4) avvengono prima della caduta dei profitti (fase 5). Una caduta del valore netto delle imprese, dovuta a una diminuzione del valore delle attività, e l'aumento dei costi relativi a posizioni finanziarie da protrarre sono tra i fattori iniziali di una deflazione creditizia, poiché costituiscono il segnale di un declino dei margini di sicurezza nei rapporti finanziari. Tuttavia, in quanto parte del processo deflazionistico interattivo e cumulativo, sono una conseguenza di una caduta dei profitti.

Il secondo tipo di intervento che impedisce processi deflazionistici generalizzati in seno alle economie odierne si ha quando un forte impegno statale (chiamiamolo "big Government") interviene a sostegno dei profitti. Benché il sostegno e l'accrescimento dei profitti privati non siano mai stati un obiettivo esplicito di politiche fiscali attive — gli obiettivi dichiarati sono l'occupazione e il reddito — un importante effetto di ingenti deficit pubblici, quando il reddito decresce, è il sostegno dei profitti.

In una grave deflazione creditizia, come quella che ebbe luogo tra il 1929 e il 1933, l'onere complessivo del debito aumenta malgrado il declino dei tassi d'interesse, in conseguenza della diminuzione del reddito e del virtuale collasso dei profitti e dei valori delle attività. Sin dai primi lavori di Kalecki, è noto che i profitti lordi sono uguali agli investimenti lordi più il deficit pubblico, ma questo flusso di liquidità verso il settore privato non è mai stato integrato con l'esistenza di una certa struttura del debito e la necessità di effettuare pagamenti per onorare gli impegni stabiliti dagli strumenti debitori. Con un "big Government" la fase 5 di Fisher, la caduta dei profitti lordi, non ha luogo.

Si è notato che l'investimento è un processo di entrate e uscite monetarie, in cui le entrate si hanno successivamente, quando si guadagna un reddito usando i beni capitali nel processo di produzione. Le entrate monetarie sono i profitti. Descrivendo il processo con la formula $D-M-D^I$, si deve tener conto che il D iniziale è spesso ottenuto indebitandosi, emettendo azioni o trattenendo profitti; M è costituito sia da scorte sia da capitali fissi, D^I rappresenta il flusso di profitti che, in un sistema in cui esistono debiti, possono essere in larga misura destinati al pagamento dei debiti stessi. Nella teoria economica tipica della sintesi neoclassica, D^I rappresenta la produttività marginale del capitale moltiplicata per il volume di capitale — qualunque cosa si intenda con tale termine — o un qualche rapporto stimato empiricamente. Nelle teorie economiche di Keynes e Kalecki, il volume fluttuante dei profitti è determinato dalla composizione della domanda, così che gli investimenti, il deficit pubblico e la bilancia commerciale influenzano il comportamento del sistema in quanto influenzano i profitti.

Se l'attuale progetto reaganiano di ricostruzione dell'economia americana riesce a raggiungere i suoi obiettivi, ne risulterà una riduzione del livello e delle elasticità, rispetto a reddito ed occupazione, delle imposte e della spesa pubblica. Diminuirà conseguentemente la capacità del deficit pubblico di sostenere i profitti. Il "big Government" resterà tale rispetto agli standard degli anni '20, ma si ridurrà un po' e sarà meno propenso ad ampliare il deficit rispetto agli anni '60 e '70. Perciò l'economia sarà maggiormente soggetta a deviazioni verso il basso di quanto non sia stata nei passati sedici anni, quando le deflazioni creditizie sono state fatte abortire da pronte "esplosioni" del deficit pubblico.

La sesta fase del processo di deflazione creditizia secondo Fisher è una «riduzione della produzione, degli scambi e dell'occupazione». In ogni recessione seguita alle crisi degli anni '60 e '70, la produzione e l'occupazione sono diminuite, ma gli "scambi", riflessi dagli acquisti dei consumatori, non sono diminuiti affatto. Inoltre la domanda di beni di consumo ha sempre svolto il ruolo propulsore nella ripresa. Ciò è avvenuto soprattutto a causa dell'incidenza dei trasferimenti nella spesa pubblica e del modo in cui essi aumentavano quando l'occupazione diminuiva. Le peculiari strutture del "big Government" degli anni '60 e '70 hanno sostenuto i profitti, in una situazione di declino del reddito e della produzione, aumentando e sostenendo il reddito disponibile dei consumatori. Questa conformazione della spesa pubblica ha fatto sì che le scorte di prodotti finali si siano ridotte abbastanza rapidamente, e che

il declino della produzione non sia mai stato tanto marcato da indurre ad abbandonare, in misura notevole, progetti di investimento in corso di attuazione.

Le fasi finali del processo di deflazione creditizia di Fisher sono: (7) pessimismo, (8) tesaurizzazione, (9) complesse perturbazioni del tasso d'interesse. Le iniziali perturbazioni finanziarie inducono tipicamente al pessimismo. Subentra anche la tesaurizzazione, che prende essenzialmente la forma di uno spostamento temporaneo verso strutture delle attività e delle passività di tipo meno rischioso, e le condizioni dei finanziamenti cambiano in conseguenza della crescente consapevolezza della possibilità di disastri. Tuttavia, quando la crisi di rifinanziamento è contenuta dagli interventi della Banca centrale come prestatrice d'ultima istanza e i profitti sono sostenuti dal deficit pubblico, l'iniziale cauto comportamento nelle scelte di portafoglio rapidamente scompare. Così, la turbolenza finanziaria, l'inflazione e il crescere della disoccupazione non hanno portato — negli Stati Uniti — a un perdurante clima pessimistico tra le imprese e nel settore finanziario. La consapevolezza del potere che ha lo Stato di impedire un disastro è stata rinforzata dall'esercizio effettivo di quel potere al fine di dissipare le minacce di tracollo negli ultimi quindici anni.

È chiaro che la fase 9 del processo di deflazione creditizia di Fisher descriveva, senza solide basi analitiche, elementi riscontrabili durante la fase iniziale e il pieno dispiegarsi di una situazione di turbolenza o l'emergere di un comportamento incoerente da un processo tranquillo e coerente. È anche chiaro che gli interventi del prestatore d'ultima istanza, così come l'effetto sul flusso di profitti esercitato dal deficit pubblico, impongono nuove condizioni iniziali per l'"economia", nel senso che non si hanno quei valori delle attività e quei profitti d'impresa che si sarebbero avuti in assenza di quegli interventi. "Isole di ordine" (in cui salari e prezzi non rispondono a fenomeni correnti di breve periodo di eccedenza dell'offerta, in cui la domanda di beni di consumo è finanziata da trasferimenti, in cui si hanno punti "forti" che possono guardare al di sopra della valle della crisi che va dispiegandosi) sono create dagli interventi pubblici. L'andamento dell'economia riflette questo continuo ed automatico (ove vi sia uno stabilizzatore dei profitti incorporato nel bilancio pubblico) verificarsi di nuove condizioni iniziali. La coerenza è imposta dagli interventi, non è un naturale risultato del comportamento del sistema.

VI. Perché ad abortite deflazioni creditizie si è associato il fenomeno dell'inflazione?

L'attuale coesistere di un prestatore d'ultima istanza, che assicura la disponibilità di rifinanziamenti, e di un "big Government", che assicura il sostegno dei profitti, ha impedito il realizzarsi di una deflazione creditizia e di una grave depressione, anche se l'economia statunitense ha imboccato la strada di una deflazione creditizia e di una grave depressione almeno quattro volte a partire dalla metà degli anni '60. Gli anni caratterizzati da interventi del prestatore d'ultima istanza e da andamenti anticiclici del deficit pubblico a sostegno dei profitti sono anche stati anni in cui i tassi d'inflazione, durante le fasi di ripresa, hanno toccato punte mai raggiunte prima. Inoltre, forse, le fasi di ripresa sono state via via meno soddisfacenti. Per quale ragione gli interventi che hanno bloccato le spinte verso una grave depressione hanno dato vita al fenomeno della "stagflazione"?

Nelle situazioni bancarie normali esiste un "equilibrio" tra una spinta inflazionistica, che comincia con la creazione di moneta al crescere dei crediti all'economia, e una spinta deflazionistica, che fa seguito a un aumento delle vendite di beni e servizi al fine di acquisire moneta per far fronte agli impegni contratti dai debitori. Gli interventi della Banca centrale come prestatrice d'ultima istanza hanno luogo quando la vendita di beni e servizi necessaria per onorare gli impegni verso le banche non è sufficiente. Negli interventi della Banca centrale il rifinanziamento mantiene in esistenza la "moneta" che dovrebbe estinguersi nel momento in cui gli originari contratti giungono a termine. L'offerta di moneta rimane a un livello più alto anche perché gli impegni di pagamento da parte del pubblico e delle imprese nei confronti del sistema monetario vengono "diluiti" nel tempo. Questo incremento del rapporto tra la quantità di moneta (intesa come passività del sistema bancario) detenuta da imprese e famiglie e i pagamenti alle banche da parte di imprese e famiglie implica che, quando si attenua la circospezione delle gestioni provocata dallo "shock" iniziale, le imprese e le famiglie sono in grado di acquistare attività e aumentare il rapporto tra consumo e reddito. L'intervento della Banca centrale come prestatrice d'ultima istanza ha ridotto la forza del normale effetto compensativo della "liquidità" dei detentori di moneta esercitato dalla "illiquidità" dei debitori.

Così come gli interventi del prestatore d'ultima istanza fanno aumentare la liquidità quando il rifinanziamento fa abortire un processo di deflazione creditizia, il deficit di un "big Government" sostiene i profitti quando reddito e investimenti diminuiscono. Tuttavia, esiste una differenza tra l'impatto inflazionistico esercitato dall'azione di sostegno dei profitti mediante il deficit e il sostegno dei profitti con gli investimenti. Gli investimenti, se hanno successo, portano a un aumento del flusso potenziale di produzione. Così, un aumento degli investimenti è dapprima inflazionistico (quando si hanno aumenti dei *mark-up* sui costi salariali) e successivamente deflazionistico (quando si realizza un accresciuto flusso di produzione). Quando i profitti sono sostenuti dal deficit pubblico, non si ha alcun flusso di merci successivo agli investimenti; e questo è specialmente vero nei casi in cui la spesa pubblica è costituita in larga misura da trasferimenti e da spese per la difesa. Il deficit fa aumentare il *mark-up* sui costi di lavoro per i beni di consumo, e crea titoli pubblici che entrano nei portafogli. Sotto l'uno e l'altro aspetto è inflazionistico.

Esiste quindi un legame tra il fenomeno della "stagflazione", avutosi sin dalla seconda metà degli anni '60, e l'emergere di crisi finanziarie, le minacce di gravi depressioni e le misure miranti ad arrestare e rovesciare la tendenza in questa direzione. Un importante effetto delle crisi finanziarie e delle gravi depressioni del passato era quello di portare a forme di "conservatorismo" finanziario. Il prezzo che si doveva pagare per questa linea d'azione era la disoccupazione di massa e il perpetuarsi della povertà. I rapidi interventi della Banca centrale, unitamente al sostegno dei profitti derivante dal deficit delle finanze pubbliche, hanno ridotto negli anni più recenti i pericoli insiti in situazioni finanziarie di tipo "speculativo" e di tipo "Ponzi" in misura tale che crisi e depressioni non inducono più alle forme di conservatorismo finanziario di un tempo.

VII. Conclusioni

La teoria monetaria si interessa in modo specifico del comportamento complessivo di un'economia capitalistica in cui si effettuano investimenti. Tale comportamento dipende da rapporti che riflettono la struttura istituzionale dell'economia. Sebbene l'evolvere dei processi

finanziari che portano all'instabilità finanziaria sia un elemento essenziale di un'economia capitalistica, in cui banchieri e clienti sono liberi di attuare innovazioni, la risoluzione delle crisi che di tanto in tanto si verificano dipende dalle caratteristiche istituzionali dell'economia. Le particolari caratteristiche istituzionali che sembrano più importanti sono le dimensioni relative del "settore pubblico", che può finanziare il deficit emettendo moneta o quasi moneta, e la disponibilità e possibilità della Banca centrale di intervenire in modo vigoroso per provvedere al rifinanziamento delle unità economiche che non sono in grado di far fronte ai loro impegni finanziari. Sebbene negli Stati Uniti la creazione di deficit da parte del Governo Federale sia implicita nei programmi di spesa e di prelievo fiscale, il Congresso e l'Amministrazione hanno normalmente dato corso ad azioni discrezionali ogni qualvolta si è ritenuto che fosse necessario un deficit "più ampio". L'intervento della Banca centrale come prestatrice d'ultima istanza è sempre un atto discrezionale: se, quando, come e in quali termini intervenire sono sempre decisioni rimesse alle autorità monetarie.

Quando Irving Fisher, Henry Simons e gli economisti del *Twentieth Century Fund* ponevano in risalto le caratteristiche di un processo di deflazione creditizia e l'importanza dell'eccessivo indebitamento come causa e conseguenza della Grande Depressione, essi individuavano forze essenziali per spiegare la concreta instabilità delle economie capitalistiche. Tuttavia, sebbene i processi che generano deflazioni creditizie e indebitamento eccessivo siano caratteristiche persistenti delle economie capitalistiche, le loro effettive conseguenze rilevabili in concreto dipendono dal contesto istituzionale e dalla intensità degli interventi di politica economica. Così, i processi e le relazioni economiche che portarono alla Grande Depressione, nel contesto delle istituzioni del 1929 e delle politiche allora attuate, portano oggi all'inflazione e a un relativo ristagno. Una seria teoria economica non può essere tanto astratta da ignorare le caratteristiche istituzionali, specialmente perché un processo dipendente dalla dimensione temporale genera endogenamente una tendenza verso un comportamento incoerente, mentre le rigidità istituzionali e gli interventi di politica vincolano il sistema ad una certa sembianza di coerenza.

Se si osserva il comportamento dell'economia mentre muoveva verso il grande collasso dell'inverno 1932-33, si ha una chiara percezione di ciò che accade quando il sistema di mercato crolla. L'analisi del successo degli interventi degli anni '60 e '70 mette ulteriormente in luce come un comportamento incoerente può essere contenuto, e come

può essere imposto almeno un minimo di coerenza. È chiaro che il modo in cui le incoerenze sono state bloccate ha avuto conseguenze inflazionistiche e ha generato un relativo ristagno dell'economia.

Il controllo economico di un'economia capitalistica non può essere ridotto ad un'azione di ordinaria amministrazione programmabile da un *computer*. Il compito è oltremodo complesso, anche perché ogni sostanziale successo nel miglioramento di alcuni aspetti del comportamento dell'economia sembra avere effetti collaterali, che portano a un deterioramento di altri aspetti.

HYMAN P. MINSKY