

Inflazione, recessione e peso del debito privato⁽¹⁾

Negli ultimi tempi si è venuta acuendo la preoccupazione per le conseguenze che la combinazione di inflazione e recessione — la « stagflazione », tipica dell'odierna congiuntura mondiale — può avere per i problemi finanziari delle imprese e delle famiglie, in un periodo in cui il debito privato è giunto a massimi storici.

Ma il peso del debito privato è davvero diventato talmente grave da poter accentuare un processo cumulativo di recessione e ritardare la successiva ripresa? E' questa una domanda che da molto tempo viene riproposta. La risposta per l'addietro era sempre stata negativa; nelle condizioni odierne non è sicura, soprattutto quando si considerino le molte incognite, interne e internazionali, che gravano sulle prospettive per i profitti e gli investimenti.

Questo lavoro cerca di mostrare che le posizioni settoriali di bilancio possono muoversi secondo linee instabili a causa di particolari fattori sia di breve sia di lungo termine. Il sorgere di problemi di bilancio può quindi rendere un'economia più vulnerabile da una caduta del ciclo. Ciò non significa che divenga inevitabile una profonda recessione; ma ne derivano importanti implicazioni per la combinazione e l'intensità delle politiche macro-economiche. Il nostro esame concentra l'attenzione principalmente sui rapporti di debito esistenti negli Stati Uniti; ma le conclusioni sono in parte basate su confronti con l'esperienza della Germania, dell'Italia e del Regno Unito.

In termini di teoria monetaria, l'emergere di problemi di bilancio su vasta scala implica la possibilità di una rottura della stabilità

(1) L'autore è grato a Rainer Masera e a Maury Harris per il loro generoso aiuto e a Helmut Mayer e James Dingle per commenti su una precedente versione di questo lavoro.

(tipica di condizioni più normali) della funzione di domanda di moneta. Così, un peggioramento delle aspettative di reddito o di *cash-flow*, combinato con sfavorevoli rapporti settoriali di attività liquide e debiti, può provocare comportamenti monetari destabilizzanti basati essenzialmente su motivi precauzionali (2). Questi motivi possono spingere al rialzo il tasso di rendimento implicito della moneta e nello stesso tempo abbassare i rendimenti attesi degli investimenti reali e dei beni di consumo, e quindi portare a mutamenti nella composizione del portafoglio, con più moneta, meno attività reali, riduzioni di reddito e caduta della velocità di circolazione della moneta (in termini di reddito). In sostanza, quando la moneta è considerata una copertura contro passività finanziarie fisse in un quadro di rischi e incertezze crescenti, la domanda di moneta può diventare instabile rispetto alla ricchezza o al « reddito permanente ».

1. Indebitamento, reddito e domanda di moneta

Quanto sono di fatto gravosi gli attuali livelli di indebitamento privato? Per gli Stati Uniti, ad esempio, *Business Week* asseriva che:

« L'economia statunitense siede su una montagna di 2.500 miliardi di dollari di debiti... Sarebbe un peso rispettabile anche se il clima economico mondiale fosse perfetto. E' un peso tremendo nel mondo d'oggi, devastato dall'inflazione, minacciato dalla depressione, sconvolto dalla massiccia redistribuzione di ricchezza che ha accompagnato l'aumento del prezzo del petrolio » (3).

In seguito, *The Morgan Guaranty Survey*, affrontando l'argomento con maggior cautela, minimizzava i pericoli di un elevato livello di indebitamento totale, ma metteva in rilievo il fatto che sia le imprese sia i consumatori affrontano l'attuale recessione con un carico di debiti storicamente elevato rispetto agli introiti (4). Soltanto

(2) Concetti molto simili sono stati espressi da Sir JOHN HICKS e ALAN ROE negli interventi congiunti al Convegno su « Econometric models and their use in charting monetary policy », tenutosi a Perugia nei giorni 21-25 ottobre 1974. A. ROE notava che « gli economisti, mentre sono riusciti abbastanza bene a incorporare nell'analisi delle decisioni di portafoglio il movente speculativo keynesiano, non sono stati capaci di fare altrettanto con il movente precauzionale. Questa omissione, a livello sia teorico che empirico, è piuttosto seria in tempi come questi, in un certo senso traumatizzanti, per l'economia inglese e per molte altre ».

(3) « The Debt Economy », in *Business Week*, 12 ottobre 1974, pag. 45.

(4) « Debt — how heavy a burden? », in *The Morgan Guaranty Survey*, novembre 1974, pagg. 3-9.

per questo, concludeva, era necessaria un'azione anticiclica che tendesse a limitare l'ampiezza della recessione.

L'analisi monetaria che tiene esplicitamente conto dei flussi monetari settoriali e dei rapporti tra debiti e attività liquide ha un notevole interesse intuitivo; ma quando nelle moderne teorie monetarie di impostazione sia keynesiana sia monetarista si cerca un sostegno analitico si prova un certo senso di insoddisfazione. La ragione fondamentale sembrerebbe essere che modificazioni di atteggiamento in fatto di indebitamento coinvolgono in larga misura il movente precauzionale della domanda di moneta (o di attività liquide); ora, durante il lungo periodo post-keynesiano di relativa stabilità economica, le questioni di motivazione precauzionale sono state dalla dottrina trascurate.

Keynes stesso può essere stato in parte responsabile di questo disinteresse. Egli giustamente ebbe a rilevare che uno dei motivi precauzionali per tenere scorte monetarie era disporre di « un'attività il cui valore sia fisso in termini di moneta per far fronte ad una successiva obbligazione, anch'essa fissa in termini di moneta... »; ma non sviluppò questa impostazione (5); al contrario, inglobò nella sua funzione L_1 sia il movente precauzionale sia quello delle transazioni, e li considerò legati positivamente al reddito e in larga misura indipendenti dai saggi di interesse. Per lui, tesoreggiamenti e detesoreggiamenti dipendevano principalmente da spostamenti lungo la L_1 , cioè dalla domanda speculativa di moneta, sensibile al saggio di interesse, piuttosto che da variazioni della domanda precauzionale indotte da mutamenti nelle strutture di bilancio alla luce delle aspettative di reddito (6). Invero, secondo Don Patinkin, uno dei principali contributi di Keynes fu l'influenza che ebbe nello spostare l'attenzione sull'importanza di variazioni del saggio di interesse nel determinare aggiustamenti di portafoglio fra tutti i tipi di attività, reali e finanziarie, e quindi nell'influire sulla velocità di circolazione. Secondo Patinkin, i precedenti teorici della scuola di Cambridge (ad esempio, Pigou e Lavington) avevano mancato di riconoscere, in

(5) JOHN MAYNARD KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York, 1935, pag. 196 (trad. it. di A. CAMPOLONGO, *Occupazione, interesse e moneta. Teoria generale*, Utet, Torino, 1947, pag. 174).

(6) Osservava HOWARD S. ELLIS che « l'originaria conotazione di tesoreggiamento era indubbiamente moneta sottratta alla circolazione; ma certe sofistiche della teoria monetaria hanno permesso a questo significato di buon senso di scomparire ». Cfr. « Some fundamentals in the theory of velocity », in *Quarterly Journal of Economics*, Vol. LII (1938), pag. 460.

particolare, che variazioni della velocità di circolazione potrebbero derivare da variazioni del saggio di interesse. Al contrario,

«... variazioni nella velocità di circolazione — così Patinkin — erano attribuite esclusivamente all'anticipazione di variazioni dei prezzi, a variazioni della "fiducia"... L'accento che entrambi questi autori (Pigou e Lavington) ponevano sulla "fiducia" rende chiaro che, in contrasto con la "moderna teoria quantitativa", essi non consideravano la velocità di circolazione, e quindi la domanda di moneta, una funzione stabile di determinate variabili economiche» (7).

Peraltro, in una prospettiva storica, non è possibile che la stabilità della funzione di domanda di moneta degli Stati Uniti a partire dalla grande depressione sia un riflesso, in termini keynesiani, di una L_1 tranquilla, basata su un'«onda lunga» di fiducia? E, a sua volta, questo fenomeno non potrebbe essere attribuito, non soltanto all'avvento di attive politiche di gestione della domanda a fini di pieno impiego, ma anche a un eccezionalmente elevato rapporto fra attività liquide e indebitamento del settore privato dopo la guerra? L'altra faccia della medaglia, come si dirà, è che la crescita post-bellica degli Stati Uniti si è accompagnata con un'espansione insolitamente rapida del debito privato e con l'emergere di problemi di *cash-flow* e liquidità settoriali. In particolare, sembrerebbe che il settore delle imprese si sia venuto gradualmente spostando verso una «zona critica» di liquidità, con la conseguenza che le basi della stabilità della domanda di moneta si sarebbero via via indebolite (8).

Se, in alternativa, ci si volge per guida all'approccio monetarista (o alla moderna teoria quantitativa), di nuovo si trova che il movente precauzionale ha una funzione limitata nell'analisi. Studi di neo-quantitativisti sostengono che la funzione di domanda di moneta negli Stati Uniti è rimasta stabile per molti decenni, inclusi i periodi di profonda depressione, come gli anni «trenta». Milton Friedman, in particolare, ha affermato che la domanda di moneta è una fun-

(7) DON PATINKIN, «Keynesian monetary theory and the Cambridge School», in H. G. Johnson e A. R. Nobay (eds.), *Issues in monetary economics*, Oxford University Press, 1974, pag. 19. Una versione italiana dello studio di Patinkin era stata in precedenza pubblicata in questa Rivista (giugno 1972).

(8) All'esistenza di una zona di questi tipo alluse, senza peraltro precisazioni, l'*Economic Report to the President* del 1971 del Council of Economic Advisers. In un capitolo dal titolo «Liquidità delle imprese nel 1969 e nel 1970» si dice che in questi due anni «si ebbe un certo declino del rapporto aggregato di liquidità, ma non tale da avvicinarsi alla zona di crisi» (pag. 178). Peraltro, basandosi su alcuni indici di liquidità e di solvibilità, il *Report* confermò che la liquidità delle imprese aveva avuto un andamento discendente a partire dal 1949.

zione stabile del «reddito permanente» (una variante del concetto di ricchezza), e ha trovato una stretta correlazione tra la quantità di moneta reale (intesa in senso lato) e una media ponderata del reddito corrente e passato. Le correlazioni da lui raggiunte in proposito lo portano ad attribuire le perturbazioni economiche principalmente ad inappropriate decisioni delle autorità monetarie nel regolare l'«offerta» di moneta (9).

In termini di gestione di portafoglio, l'approccio di Friedman comporta una netta distinzione tra la moneta in relazione alla ricchezza o al reddito permanente, e la moneta in relazione ad altre variabili di bilancio. Così,

«... la quantità di moneta domandata, come la quantità di servizi di consumo in generale, si adatta non al reddito misurato (effettivo), ma al reddito permanente...; di conseguenza, la funzione di assorbire gli urti è assolta da altre voci del bilancio, come lo stock di beni durevoli, il credito al consumo, i prestiti personali e, forse, i titoli di proprietà» (10).

Nello stesso tempo, Friedman ha anche attribuito importanza, anche se piuttosto marginale, al movente precauzionale.

«Dato che la moneta è tenuta come temporanea riserva di potere di acquisto generalizzato, l'ammontare di cui la gente desidera disporre deve sicuramente dipendere dalle sue aspettative sulle necessità future. Se ci si attende un mondo notevolmente stabile, con fluttuazioni di scarsa importanza nel reddito, nell'occupazione, nei saggi di interesse e nei prezzi, ci sarà assai meno bisogno di conservare importi relativamente elevati di ricchezza in forma monetaria di quanto avverrebbe se ci si attendesse una considerevole instabilità, con ampie fluttuazioni del reddito, dell'occupazione, dei saggi di interesse e dei prezzi» (11).

In pratica, se si accetta l'ipotesi del reddito permanente, rimane poco spazio al movente precauzionale come variabile esplicativa. Tuttavia, l'accertamento di una stretta correlazione statistica tra moneta e reddito permanente non è, di per sé, una prova definitiva che la domanda di moneta sia largamente indipendente dalle «altre voci di bilancio». Se, sulla base dei risultati di nuove indagini, il

(9) Cfr., ad esempio, MILTON FRIEDMAN e ANNA J. SCHWARTZ, *The Great Contraction*, Princeton University Press, Princeton, N.J., 1965.

(10) MILTON FRIEDMAN, «The demand for money: Some theoretical and empirical results», in *The Journal of Political Economy*, Vol. LXVII, n. 4, agosto 1959, pag. 333.

(11) MILTON FRIEDMAN, *Dollars and Deficits*, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, N.J., 1968, pag. 204.

movente precauzionale dovesse rivelarsi una variabile significativa, le opinioni di alcuni vecchi monetaristi potrebbero essere oggetto di riabilitazioni. Una trattazione degna di nota della domanda precauzionale di moneta e della sua variabilità risale a un'opera del Lavington del 1926. Rispetto al bisogno di moneta per le transazioni correnti, la quantità di quella parte di moneta che una persona

«... tiene per far fronte a imprevisti dipende meno direttamente dal volume dei suoi pagamenti; dipende dalla sua "valutazione" dei pagamenti imprevedibili e di conseguenza varia con il suo atteggiamento mentale, o, più concretamente, con le prospettive degli affari... Sembra perciò ragionevole considerare quest'ultima parte della quantità di moneta totale come una riserva la cui entità è in gran parte regolata dal livello generale della fiducia, un serbatoio da cui la moneta defluisce verso la circolazione in periodi buoni e nel quale la moneta affluisce dalla circolazione attiva in periodi cattivi... Di conseguenza, la teoria sembra sia resa più aderente ai fatti quando si riconosca che parte della domanda di moneta deriva dalla necessità di premunirsi per pagamenti imprevisti, e che questa parte della domanda fluttua al variare delle condizioni generali di fiducia, in modo in parte indipendente dal volume dei pagamenti» (12).

E' inoltre degno di nota il fatto che Irving Fisher, al quale di solito si attribuisce una teoria quantitativa della moneta piuttosto meccanica, ritenne l'eccessivo indebitamento la più importante causa singola della grande depressione. Il padre del concetto di «saggio di interesse reale» ha evidentemente attribuito grande importanza anche al concetto di «debito reale»; e ha espressamente collegato gli sforzi del pubblico di ridurre i debiti con le simultanee (e di effetto opposto) decisioni di non spendere.

«Quando l'intera comunità si trova in uno stato di superindebitamento... proprio la liquidazione dei debiti può talvolta *accrescere i debiti reali, invece di ridurli*... (provocando) una spirale *recessiva* verso il fondo del ciclo» (13).

Tra gli economisti contemporanei, anche Hicks ha attribuito, secondo la tradizione pre-keynesiana, considerevole importanza al movente precauzionale. Nel suo *Value and Capital* egli ha considerato la domanda precauzionale di moneta come « assai suscettibile a variazioni del fattore rischio... », e affermato che « una delle possi-

(12) Citato in PATINKIN, *op. cit.*, pag. 26 da *The English capital market*, di LAVINGTON.

(13) Si veda il suo *Booms and Depressions*, G. Allen and Unwin, Ltd., London, 1933, in particolare pag. 25. Corsivi nell'originale.

bili spese molto importante in tale connessione è quella derivante da passività assunte in passato» (14). Di recente Hicks ha posto in evidenza, più in generale, la necessità di incorporare il movente precauzionale nella teoria del comportamento di portafoglio, in modo da integrare le decisioni di portafoglio e quelle di investimento reale nella stessa struttura. Nel suo approccio i beni reali si collocano nello spettro della liquidità all'estremo opposto a quello della moneta. Onde, se rischi e incertezze crescenti fanno desiderare una maggiore liquidità, la decisione di portafoglio di aumentare, ad esempio, le scorte monetarie può nello stesso tempo essere una decisione di ridurre le spese per investimenti reali (o per beni di consumo). Secondo Alan Roe, un'integrazione di questo tipo tra settore reale e settore finanziario dell'economia «... sarebbe un notevole miglioramento rispetto all'impostazione abituale, in cui i due settori vengono tenuti separati, e collegati soltanto in modo molto tenue, mediante un qualche meccanismo basato sul saggio d'interesse» (15). Più precisamente,

«Una maggiore incertezza sulle date a cui si verificheranno ricavi futuri, o una maggiore avversione per tale incertezza, provoca un movimento lungo lo spettro della liquidità verso attività con minor costo di realizzazione. In questo senso, la domanda di liquidità può essere intesa come domanda precauzionale. E' qui che entra in gioco il concetto di liquidità. E' qui che l'analisi di portafoglio sembra per la prima volta capace di prendere in considerazione una delle più importanti caratteristiche che distinguono le attività finanziarie da quelle reali: i costi di realizzazione, che per le seconde sono di gran lunga superiori» (16).

Così, ad esempio, un peggioramento delle aspettative per incassi e pagamenti provocherebbe aumenti della liquidità o riduzioni dell'indebitamento, ciò che «ridurrebbe i pagamenti in contanti non indispensabili e, in particolare, le spese per investimenti» (17).

(14) J. R. HICKS, *Value and Capital*, II ed., Oxford Press, Clarendon, 1948, pag. 241 (trad. it. a cura di G. DI NARDI, *Valore e Capitale*, Utet, Torino, 1954, pag. 263). Dal contesto è chiaro che le evenienze in questione riguardavano sia le «spese impreviste» sia il rapporto tra spese e incassi. «I costi di realizzazione dei titoli... sarebbero considerevoli, talché il semplice rischio di dover far ciò basterebbe a neutralizzare un modesto guadagno di interesse». Hicks aggiungeva: «Ogni impresa è soggetta, in ogni istante, a una certa quantità di obbligazioni che può essere chiamata ad assolvere a date non predeterminabili con certezza. Il caso più evidente è quello delle banche...».

(15) Si vedano i discorsi al Convegno di Perugia ricordato alla nota (2).

(16) ALAN ROE, «Portfolio selection theory — the precautionary motive and realisation dates», in *Working Paper*, No. 51, Warwick University, giugno 1974, pag. 13.

(17) *Ibidem*, pag. 19.

I modi in cui i modelli macro-economici possono essere modificati per tener meglio conto del comportamento precauzionale sono una questione aperta. Questo scritto non l'affronta. Tuttavia, l'importanza di questo approccio può essere illustrata con una semplice relazione che si presta a spiegare, per gli Stati Uniti, la domanda di moneta in termini di movente precauzionale. A questo scopo, si può considerare lo stock monetario degli Stati Uniti nell'accezione più limitata, e la domanda di saldi liquidi reali nel senso del k di Cambridge, ossia M/Y (l'inverso della velocità di circolazione).

Come prima variabile consideriamo il rapporto tra debito privato e debito totale (DP/DT). Le variazioni di questo rapporto forniscono indirettamente un indicatore approssimato delle variazioni delle posizioni di portafoglio del settore privato nel senso della liquidità. La domanda di scorte monetarie reali appare inversamente correlata alle variazioni di tale rapporto, e dipendente sia dallo stato della fiducia sia dalla precedente situazione di bilancio. Un aumento del rapporto riflette perciò la volontà di ampliare il portafoglio accendendo ulteriori debiti e lasciando diminuire le scorte monetarie, e viceversa.

Nella Sezione II si vedrà che negli Stati Uniti il rapporto DP/DT è stato soggetto ad ampie oscillazioni, estese per lunghi periodi di tempo. Aumentò durante gli anni «venti», diminuì durante gli anni «trenta» e la seconda guerra mondiale; in seguito è aumentato più o meno costantemente. Se si eccettua il periodo bellico, quando il finanziamento del deficit del Governo e le restrizioni imposte alla spesa dei privati ebbero un ruolo predominante, queste oscillazioni di lungo periodo riflettono comportamenti che influenzano la domanda di moneta. L'ampiezza e la durata delle oscillazioni suggeriscono un'interpretazione in termini di analisi di squilibrio relativa alla composizione dei portafogli settoriali.

Come seconda variabile, si prenda il rapporto tra debito totale e prodotto nazionale lordo (DT/Y). Le variazioni di questo rapporto sono un indice dei movimenti di bilancio in termini di flussi monetari più che in termini di liquidità e forniscono perciò una misura delle variazioni del peso «reale» del debito. In generale, quanto più elevato è il peso reale del debito, tanto maggiore sarà il desiderio di detenere scorte monetarie reali per motivi precauzionali. In una fase di espansione, questo rapporto può svolgere una parte abbastanza neutrale, poiché gli aumenti del debito totale in eccesso sull'aumento del prodotto reale tenderanno ad essere neutralizzati dall'aumento dei

prezzi e del reddito nominale. Invece, quando il reddito nominale cresce più lentamente o diminuisce rispetto al debito totale, il peso del debito, soprattutto in termini di esborsi per interessi prefissati, diventa più gravoso e le scorte monetarie reali desiderate tendono ad aumentare. L'aumentata domanda di scorte monetarie provoca una ulteriore caduta del reddito e rende ancor più pesante l'indebitamento reale. In assenza di politiche dirette a ristabilire la fiducia, la caduta può giungere ad autoalimentarsi. Come si vedrà nella Sezione II, un processo di questo tipo avrebbe caratterizzato la grande depressione.

Variazioni della domanda di scorte monetarie reali possono essere dovute ora soprattutto a variazioni del rapporto DP/DT , ora principalmente a variazioni di DT/Y . Se, ad esempio, DP/DT aumenta gradatamente fino a far sorgere problemi di bilancio, un desiderio di maggior liquidità, insieme a una diminuita volontà di accendere prestiti e di spendere o di investire, provocherà una minor crescita o una diminuzione del reddito. A questo punto, può diventare variabile dominante il rapporto DT/Y , e quello che era soprattutto un problema di liquidità può diventare sempre più un problema di flussi monetari.

I suddetti rapporti, per quanto aggregati e imprecisi, possono aiutare a illustrare l'importanza del movente precauzionale, soprattutto per quel che riguarda le tendenze di lungo periodo e i punti di svolta del ciclo. Forse a qualcuno può interessare anche la regressione sotto riportata. L'equazione stimata è alle differenze del primo ordine (18) con termine noto nullo; si è inoltre inclusa una terza variabile, il rendimento dei titoli governativi a lungo termine (i_L), ma i risultati indicano che essa svolge un ruolo relativamente secondario. Poiché l'importanza relativa dei rapporti può mutare nel tempo, i coefficienti dovrebbero essere interpretati come valori che riflettono il comportamento medio lungo tutto il periodo considerato.

$$\Delta \frac{M}{Y} = -0,340 \Delta \frac{DP}{DT} + 0,09 \Delta \frac{DT}{Y} - 0,004 \Delta i_L$$

(−5,701) (8,17) (0,745)

$$\text{con } R^2 = 0,692; DW = 1,41$$

(18) La regressione è condotta su dati relativi agli anni 1920-74; per la quantità di moneta (M_1) e per le variabili dei debiti sono stati usati dati di fine anno, messi in relazione con i dati del PNL (Y) dell'anno seguente; ciò implica l'ipotesi di un ritardo costante di sei mesi.

Sembrerebbe dunque che la domanda di scorte monetarie reali sia significativamente associata con le posizioni debitorie, quali sono espresse nella composizione dei bilanci, e col peso reale del debito. Inoltre, anche la restante domanda di scorte reali può essere in buona parte dovuta al movente precauzionale. Le esposizioni debitorie non sono la sola evenienza per far fronte alla quale possono essere necessarie maggiori scorte liquide. Il crescere delle incertezze sul reddito futuro, sui costi, sull'occupazione può far aumentare il tasso di rendimento implicito della moneta rispetto alla spesa, indipendentemente da considerazioni sull'ammontare del debito.

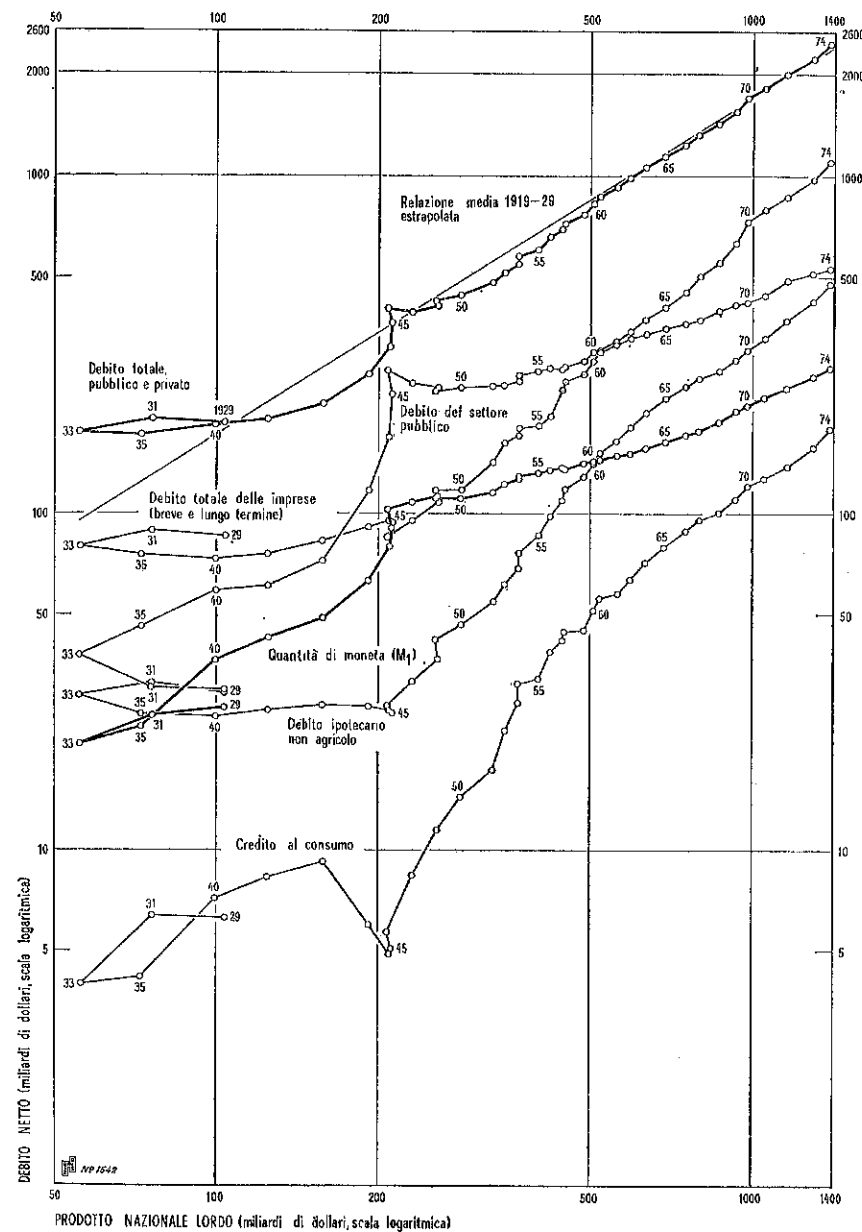
2. Differenze nelle tendenze dell'indebitamento: tre paesi

Per collocare queste considerazioni in una prospettiva più ampia, possono essere utili alcuni confronti tra le tendenze dell'indebitamento nel lungo periodo di tre paesi: Stati Uniti, Germania e Italia, per i quali sono disponibili dati aggregati sulle « consistenze » delle attività e passività finanziarie. Nella terza Sezione, che comprende anche confronti con il Regno Unito, si esamineranno tendenze di bilancio nel settore delle imprese e le loro implicazioni nelle attuali condizioni di « stagflazione ».

A. *Stati Uniti.* Dal 1960 l'aumento del debito netto globale, sia pubblico che privato, ha seguito (dopo un periodo post-bellico di aggiustamento) lo stesso andamento, rispetto al prodotto nazionale lordo, di quello medio degli anni 1920-29 (vedi grafico). Più in particolare, nel 1920-29 il rapporto tra debito netto totale e prodotto nazionale lordo era in media circa 1,7, esattamente come nel 1973. Il fatto quindi che il debito netto totale abbia raggiunto a tale data circa 2.500 miliardi di dollari non è di per sé inquietante.

1. La grande depressione, 1929-33. Negli anni 1929-33, e anche durante la successiva lenta ripresa fino al 1940, la relazione tra debito totale e prodotto nazionale lordo fu molto diversa da quella che caratterizzò gli anni precedenti e quelli successivi. In precedenza, nel periodo 1920-29, il rapporto tra debito totale e PNL era aumentato rapidamente da 1,44 a 1,78; il rapporto tra debito privato e PNL era salito da 1,15 a 1,61. In quegli anni, notò Irving Fisher, le imprese poterono aumentare enormemente il loro capitale grazie all'emissione di nuove azioni, spostando così il peso del nuovo indebitamento sugli acquirenti dei titoli, che si finanziarono principal-

STATI UNITI: MONETA, DEBITO E PRODOTTO NAZIONALE LORDO, 1929-74



Fonte: U.S. Department of Commerce. Le cifre relative all'indebitamento netto, pubblico e privato, esprimono l'indebitamento globale, eliminati alcuni tipi di duplicazioni del debito del Governo e delle imprese. Il debito del settore pubblico include il debito del Governo federale, degli Stati e delle autorità locali, ma non comprende i titoli emessi da Federal Agencies. Il debito agricolo e il debito commerciale e finanziario sono inclusi nel debito totale, ma non vengono indicati separatamente nel grafico.

mente con crediti garantiti dai titoli stessi e con prestiti a vista (19). E' quindi probabile che il collasso della borsa dell'ottobre del 1929 abbia avuto origine da un forte aumento della domanda precauzionale di fondi con cui far fronte agli impegni debitori. Fin dall'inizio della grande crisi il prodotto nazionale lordo diminuì più rapidamente dell'indebitamento totale; il peso reale del debito (DT/Y) divenne sempre più gravoso. Famiglie e imprese cercarono sollievo tagliando consumi e investimenti, rimborsando debiti e conservando attività liquide, col risultato di veder progressivamente peggiorare la propria situazione finanziaria (20). Il grafico suggerisce che la spirale deflazionistica era già intensa nel 1931 e che seguì un andamento analogo fino al 1933. Rispetto al prodotto nazionale lordo, il peso del debito era nel 1931 del 40 per cento e nel 1933 del 75 per cento più gravoso di quanto non fosse nel 1929.

Alla luce di questi fatti, si sarebbe tentato di contestare la tesi monetarista, che attribuisce la grande depressione alla mancata espansione, in misura adeguata e al momento opportuno, dell'offerta di moneta. Su questo punto conviene richiamare le osservazioni di Milton Friedman:

« ... Dal 1929 al 1931, la Riserva Federale rimase per lo più passiva; essa lasciò che l'offerta di moneta diminuisse di circa il 10 per cento e che ci fosse un susseguirsi, anche se non spettacolare, di fallimenti bancari. Pure, nella primavera del 1931 si ebbero segni di ripresa... Se la recessione si fosse arrestata nel 1931, la si ricorderebbe ora come una crisi seria ma certo non di eccezionale gravità... Ma essa non si arrestò. Nell'autunno del 1931 l'Inghilterra abbandonò il *gold standard*. Le autorità della Riserva temettero un'emorragia d'oro..., cedettero a qualcosa di simile al panico e continuarono a prendere severe misure deflazionistiche, aumentando il tasso ufficiale di sconto più decisamente e rapidamente di quanto fosse mai avvenuto... Fino a quel momento, i depositi presso le banche commerciali erano diminuiti di circa il 10 per cento; nei diciotto mesi seguenti diminuirono di più di un terzo... E' vero che la Riserva all'inizio del 1932 invertì la sua politica e prese provvedimenti moderatamente espansivi; ma ormai era troppo tardi. *Misure di quella entità avrebbero potuto aver successo nel 1931; nel 1932 erano del tutto inadeguate ad arrestare il dilagare della deflazione che la Riserva aveva scatenato* » (21).

(19) IRVING FISHER, *op. cit.*, pag. 72.

(20) Cfr. PETER TEMIN, « Did monetary forces cause the Depression? », in *Working Paper*, No. 107, Department of Economics, Massachusetts Institute of Technology, aprile 1973.

(21) MILTON FRIEDMAN, *Dollars and Deficits*, *op. cit.*, pag. 81. Corsivo non nell'originale.

Ma è ragionevole supporre che nel 1931 politiche meno restrittive avrebbero potuto invertire la congiuntura? La diminuzione della quantità di moneta era direttamente legata al processo di liquidazione dei debiti, la deflazione era già un movimento che si autoalimentava, e la Riserva Federale poteva ben essere impotente ad arrestarla. Perché i privati avrebbero dovuto essere disposti ad indebitarsi ancora di più, in un momento in cui il peso reale dei debiti e l'onere degli interessi apparivano già molto più gravosi di quanto non fossero nel 1929? Le banche, d'altra parte, dato il deterioramento della entità e qualità dei loro bilanci, erano particolarmente sensibili al movente precauzionale, come dimostra la notevole costituzione di riserve libere « eccedenti ».

In queste circostanze, sembra molto più probabile che soltanto una spesa in deficit da parte del settore pubblico avrebbe potuto dare il via a una ripresa non effimera. Questa avrebbe gradatamente aiutato a rifornire di liquidità il settore privato, a ridurre il peso reale dei suoi debiti e quindi a determinare un ritorno di fiducia. Per quanto riguarda la politica monetaria, la saggezza tradizionale ante Friedman — « Non si può spingere con una corda » — può perciò essere, in date situazioni, ancora valida. Se si vuole un reflazionistico aumento dell'offerta di moneta, la politica fiscale può essere l'unico modo efficace per realizzarlo.

2. Gli anni della ripresa, 1934-40. L'andamento del debito pubblico e privato durante gli anni della ripresa tende a sostenere l'analisi svolta. Il grafico suggerisce che la fase espansiva è in larga misura dovuta alla spesa in deficit del settore pubblico. Il debito del Governo federale crebbe piuttosto rapidamente dal 1933 al 1935 e continuò ad espandersi negli anni successivi. Il solo altro tipo di debito che aumentò in questo periodo fu il credito al consumo, che ricominciò a espandersi in una con la ripresa dei redditi personali. Ancora nel 1940, quando il prodotto nazionale lordo era quasi tornato al livello del 1929, il debito delle imprese, quello ipotecario, dello Stato e delle autorità locali non mostrava tendenze definite a crescere in termini assoluti. Malgrado un aumento dell'80 per cento della produzione e del reddito, questi settori erano ancora riluttanti a indebitarsi: stavano ancora cercando di ridurre il peso dei debiti, finalmente con successo!

3. Gli anni di guerra, 1940-45. La seconda guerra mondiale segnò una nuova fase. In un contesto di controlli dei salari e dei

prezzi, il finanziamento del deficit governativo, fortemente aumentato, fornì al settore privato sovrabbondante liquidità e il suo bisogno di ricorrere al credito. Il rapporto tra debito privato e prodotto nazionale lordo continuò a diminuire, come faceva dal 1933; alla fine della guerra (comprendendo anche gli Stati e le autorità locali) era di 0,7 contro 1,2 alla fine della prima guerra mondiale.

4. Trent'anni, 1945-75. Negli ultimi trent'anni l'accensione di prestiti da parte del settore privato, oltre che degli Stati e delle autorità locali, è stato di gran lunga l'elemento più dinamico nella creazione di debiti (22). Il debito federale, piuttosto stabile in termini assoluti negli anni 1945-60 e moderatamente crescente in seguito, è diminuito rispetto al prodotto nazionale lordo lungo il periodo post-bellico.

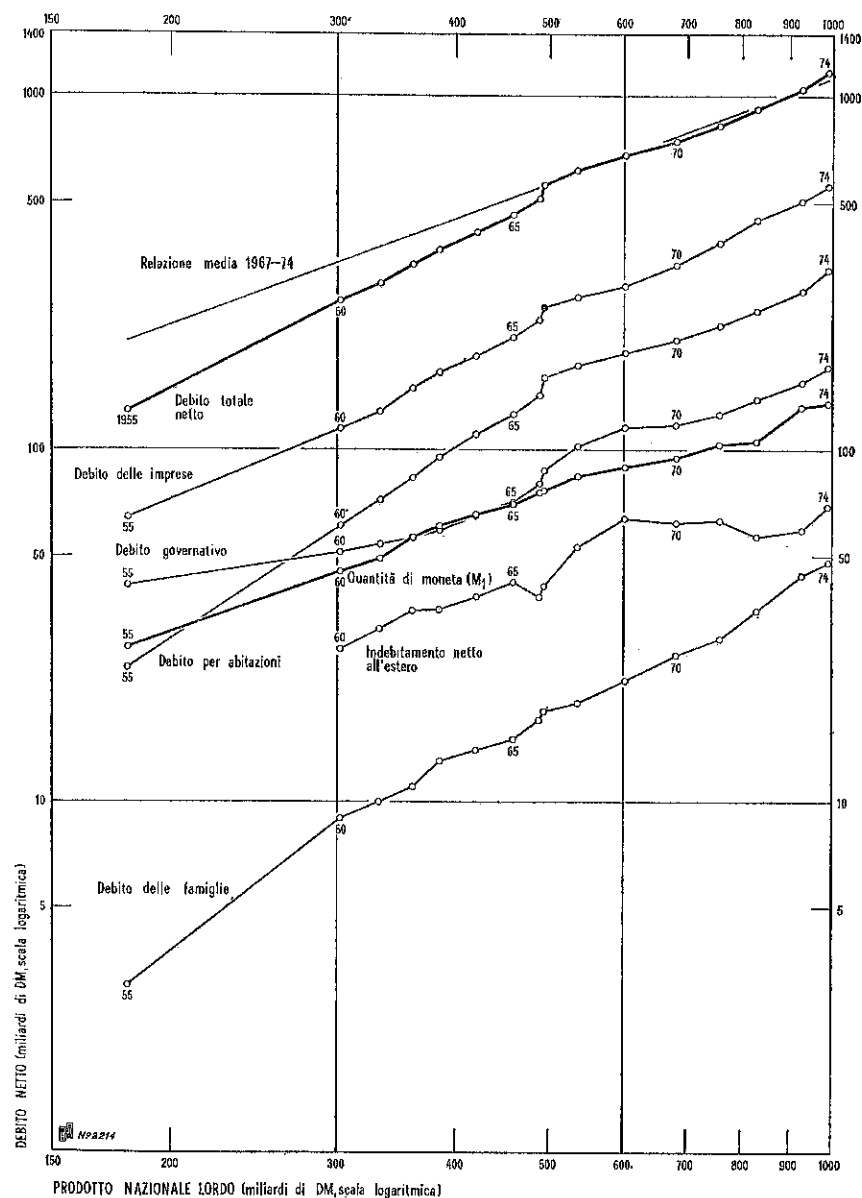
Il debito delle imprese è cresciuto rapidamente e stabilmente passando, in rapporto al prodotto nazionale lordo, dallo 0,46 del 1945 allo 0,76 nel 1973. Questo rapporto è quasi uguale a quello del 1929, quando il settore delle imprese aveva un peso maggiore nell'economia nel suo complesso.

Nel settore delle famiglie, il debito al consumo era nel 1973 lo 0,12 del prodotto nazionale lordo e lo 0,17 del reddito personale disponibile, in entrambi i casi il doppio del 1929. Sebbene negli ultimi anni il peso del debito dei consumatori sia aumentato in misura modesta, una caduta della fiducia dei consumatori potrebbe portare ad una marcata diminuzione del nuovo indebitamento rispetto al rimborso dei vecchi debiti. Secondo recenti indagini, tale fiducia sarebbe in moderato declino. Per quanto riguarda il finanziamento dell'edilizia, il peso dell'indebitamento ipotecario raggiunse il massimo livello del dopoguerra (molto superiore a quello del 1929) più o meno nel momento in cui sopraggiungeva l'attuale crisi dell'edilizia.

B. *Germania, 1949-74.* Come conseguenza della seconda guerra mondiale e della riforma monetaria, il rapporto tra debito netto totale e prodotto nazionale lordo era in Germania nel 1949 inferiore a 0,5, circa un terzo di quello degli Stati Uniti. Il rapporto era salito a 1 nel 1954 (si veda il grafico) e giunse a 1,4, in coincidenza con la

(22) Il declino del peso reale del debito (DT/Y), conseguente all'inflazione verificatasi in connessione con la guerra di Corea, può aver contribuito al boom degli investimenti degli anni «cinquanta».

GERMANIA: MONETA, DEBITO E PRODOTTO NAZIONALE LORDO, 1955-74



Fonte: Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, vari numeri.

prima recessione post-bellica della Germania, nel 1967. In seguito rimase molto stabile.

Nel 1967 il rapporto tra il debito delle imprese e il prodotto nazionale lordo era di 0,54, non molto inferiore, quindi, allo 0,64 degli Stati Uniti. Nel 1973 però in Germania tale rapporto era aumentato soltanto a 0,60, cioè dell'11 per cento circa, mentre negli Stati Uniti era aumentato del 19 per cento, a 0,76. Questa differenza è in parte un riflesso del persistente andamento favorevole della bilancia dei pagamenti tedesca e si è accompagnata con un notevole sviluppo dei crediti netti della Germania verso l'estero; ma indirettamente riflette anche il fatto che il debito pubblico è venuto crescendo piuttosto stabilmente per un lungo periodo. Nel 1973 il rapporto tra debito del settore pubblico e prodotto nazionale lordo era quasi identico a quello del 1960.

Il rapporto tra debito e prodotto nazionale lordo tende in Germania a muoversi a livelli notevolmente inferiori a quelli degli Stati Uniti; per contro il tasso di risparmio lordo è in Germania considerevolmente superiore a quello americano. I risparmi sono maggiori in tutti i settori (pubblico, imprese e famiglie); in parte, ciò è dovuto al basso livello di partenza della ricchezza alla fine della guerra, ma in parte dipende dalla politica finanziaria pubblica e dall'uso flessibile degli incentivi fiscali. Nel settore delle famiglie, il risparmio per la casa e le assicurazioni gode di speciali privilegi fiscali; la parsimonia è inoltre incoraggiata da uno schema di risparmi che coinvolge lavoratori e datori di lavoro e che gode di vantaggi tributari. Nel settore delle imprese, la struttura della tassazione sembra consentire una piena contabilizzazione dei costi di rimpiazzo; inoltre, gli ammortamenti consentiti e le tasse o le agevolazioni speciali per gli investimenti sono stati spesso adeguati in modo da influenzare la relazione risparmi/investimenti. Questo settore include anche un certo numero di enti statali che ricevono notevoli trasferimenti di capitale finanziati in tutto o in parte con i proventi fiscali del settore pubblico. E quest'ultimo ha finanziato la maggior parte dei propri investimenti con stanziamenti di bilancio.

In termini sia strutturali che ciclici, sembrerebbe quindi che in Germania la politica fiscale (in senso ampio) abbia contribuito ad impedire che il finanziamento del settore privato diventasse troppo dipendente, in rapporto al prodotto e al reddito, da prestiti esterni e dall'accumularsi di debiti.

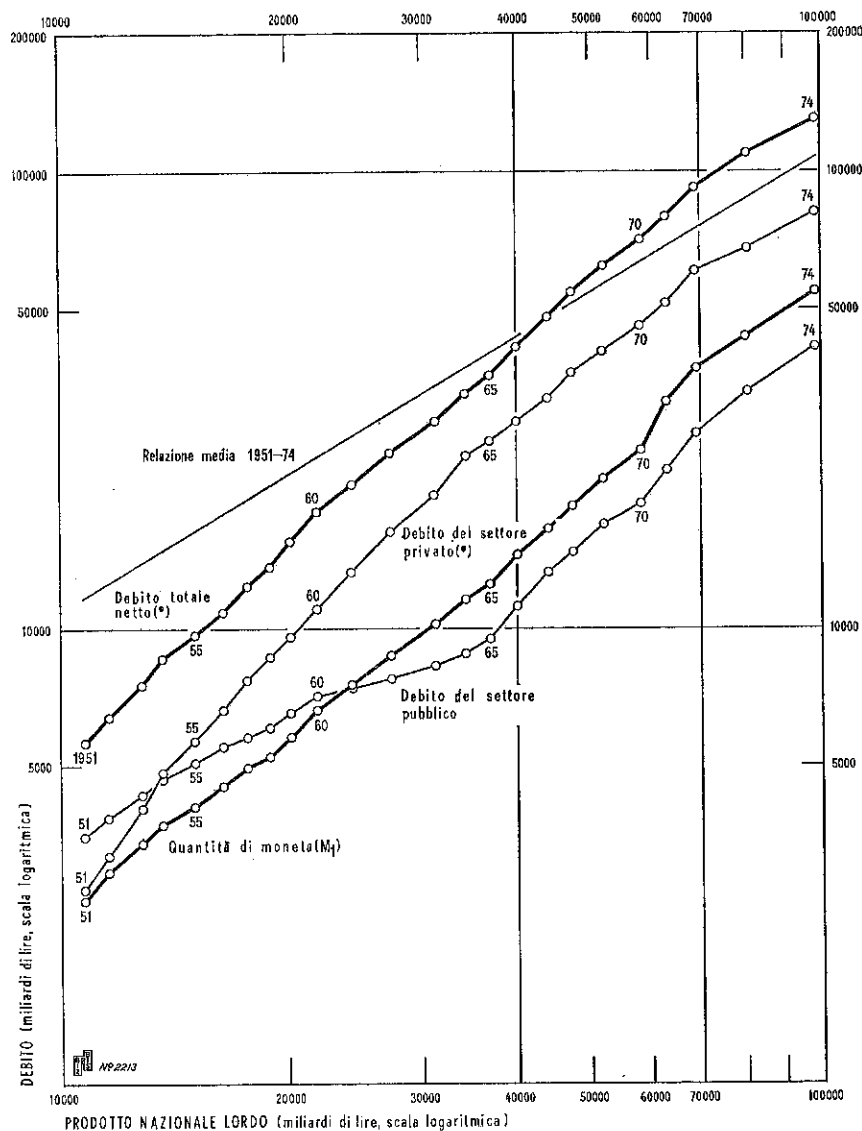
C. *Italia*. A differenza degli Stati Uniti e della Germania, in Italia il rapporto debito totale/PNL è aumentato stabilmente per la maggior parte del periodo post-bellico secondo una funzione log-lineare. Naturalmente, la spiegazione può essere diversa per la prima e per la seconda parte del periodo. Come in Germania, all'inizio degli anni « cinquanta » debito e liquidità erano a livelli piuttosto bassi ed esisteva quindi spazio per un graduale aumento della liquidità in connessione con una rapida espansione del credito. Fino al 1965 il debito totale del settore privato aumentò molto più velocemente di quello del settore pubblico.

Negli anni « sessanta » l'economia italiana cominciò a perder vigore. I salari aumentarono piuttosto rapidamente a partire dal 1962, i profitti furono compressi e il tasso di risparmio nazionale lordo diminuì. Soprattutto per sostenere lo sviluppo, il finanziamento in deficit del settore pubblico crebbe fortemente a partire dal 1965, per la maggior parte bilanciato da un aumento del surplus finanziario del settore delle famiglie. In una certa misura il continuo aumento del rapporto debito totale/PNL riflette una redistribuzione del risparmio e uno sviluppo dell'intermediazione finanziaria.

D'altra parte, il consistente continuo deflusso di capitali di cui l'Italia soffrì per buona parte dell'ultimo periodo suggerisce che l'espansione del credito totale interno possa essere stata eccessiva. Una delle cause principali può essere ricercata nel crescente deficit del settore pubblico. Il rapporto debito del settore pubblico/PNL aumentò molto rapidamente dallo 0,26 del 1965 allo 0,41 del 1973, mentre in Germania gli analoghi rapporti restarono fermi a 0,17 e 0,18 rispettivamente, e negli Stati Uniti diminuirono da 0,52 a 0,40.

In termini di bilanci privati, una creazione di liquidità da parte del settore pubblico di tali dimensioni, tendendo *ceteris paribus* a sostenere o accrescere il surplus finanziario del settore delle famiglie e a ridurre il deficit finanziario del settore delle imprese, può alla lunga aver indebolito il movente precauzionale a tenere scorte monetarie e a limitare le esposizioni debitorie. In un simile contesto le imprese possono essere più disposte, oltre che a investire, ad accettare aumenti di salari e di altri costi, e le famiglie possono mostrare una maggiore propensione alla spesa. In Italia questo processo non si rifletterebbe necessariamente in un minor aumento del rapporto M_1 /PNL, dato che i depositi a vista fruttano saggi di interesse concorrenziali con i rendimenti di altri strumenti finanziari. Nel grafico

ITALIA: MONETA, DEBITO E PRODOTTO NAZIONALE LORDO, 1951-74



(*) Include l'indebitamento netto all'estero; esclude azioni e partecipazioni.

Fonte: BANCA D'ITALIA, « I conti finanziari dell'Italia », *Bollettino*, vari numeri.

si può però vedere che dopo il 1972 le attività finanziarie totali, contropartita del debito netto totale, cominciarono ad aumentare più lentamente del prodotto nazionale lordo, in coincidenza con l'accelerarsi dell'inflazione. Un ampio, persistente deficit del settore pubblico rischia così di diventare la base di una potente combinazione di forze inflazionistiche, ciò che può contribuire a spiegare la necessità delle severe misure di restrizione del credito adottate nel 1974.

3. « Stagflazione » e finanziamento del settore delle imprese

Nella maggior parte dei paesi il problema della « stagflazione » cominciò a delinearsi già nell'estate del 1973, avanti che scoppiasse la crisi petrolifera nell'autunno. Prima, nel dicembre del 1971, la modificazione « smithsoniana » dei tassi di cambio aveva posto le premesse per una generale reflazione della domanda (23). Nella prima parte del 1973, grosso modo in coincidenza con la seconda svalutazione del dollaro e con la diffusa adozione di cambi fluttuanti, i tassi di sviluppo reali dei maggiori paesi industrializzati erano di nuovo superiori di una buona metà alle rispettive medie di lungo periodo. Ma, a partire dall'estate la produzione cominciò a rallentare, in alcuni casi piuttosto rapidamente, a causa della limitazione delle risorse e della capacità e via via anche a causa di politiche di contenimento della domanda. Contemporaneamente acquistò forza l'inflazione, soprattutto nei mercati internazionali delle merci, e l'aumento dei costi cominciò a emergere come un problema gravissimo. L'incrociarsi di movimenti d'inflazione e deflazione fu poi seriamente intensificato dalla crisi petrolifera dell'autunno e dal successivo eccezionale rincaro del prezzo del petrolio all'inizio del 1974.

A questo punto le prospettive inflazionistiche erano diventate allarmanti. Malgrado le forze recessive in atto, la maggior parte dei paesi considerò come molto più rischiosa l'inflazione. Donde la diffusa opinione che provvedimenti di sostegno della domanda di carattere generale, a parte cioè assistenze selettive ai settori più deboli, dovessero essere rimandati fino a che l'inflazione non fosse stata ricondotta

(23) Naturalmente, gli accordi smithsoniani non sono di per sé responsabili di tali risultati. Il riallineamento avrebbe potuto avere migliori possibilità di successo se fosse stato accompagnato nel 1972 da combinazioni di misure di politica economica adeguatamente differenziate tra i paesi interessati. Invece, i paesi a moneta più debole li considerarono un mezzo per sottrarsi temporaneamente ai vincoli della bilancia dei pagamenti.

a tassi più accettabili. Tale orientamento implicava, naturalmente, l'accettazione di un prolungato periodo di aggiustamento, con basso tasso di sviluppo o stagnazione, e un graduale declino del tasso di inflazione. Un eventuale aggravarsi della recessione avrebbe potuto essere efficacemente contrastato — si pensava — con tempestivi adattamenti della politica economica.

A cavallo tra il 1974 e il 1975 la produzione industriale era già ben al di sotto del livello potenziale, l'edilizia era in crisi quasi ovunque, la disoccupazione stava salendo a livelli eccezionalmente elevati e il risparmio per motivi precauzionali veniva crescendo. In queste circostanze, le imprese trovavano difficile aggiustare le loro scorte a livelli più appropriati e gli investimenti industriali cominciavano a diminuire in termini reali. Altro segno preoccupante, per il commercio mondiale si prospettava nel 1975 un aumento insignificante o nullo. Ciò non ostante, divenuti i meccanismi costi/prezzi molto sensibili all'inflazione, le autorità nazionali, anche se più disposte a interventi reflazionistici, rimasero caute nell'azione di stimolo della domanda.

Il peso della « stagflazione » è stato in gran parte sopportato dal settore delle imprese, in modi e forme diversi da paese a paese (24). I profitti ante-tasse sono stati colpiti in parte dal ristagno della domanda e della produzione e in parte da rincari dei costi del lavoro, delle materie prime, dei prodotti alimentari e del petrolio. In alcuni paesi controlli dei prezzi e debolezza della domanda hanno in parte impedito alle imprese di compensare i rialzi dei costi con rialzi dei prezzi. Anche le pratiche contabili sono state fonte di difficoltà. In alcuni paesi la tassazione di profitti nominali sulle scorte (derivanti dall'inflazione dei prezzi) ha eroso la capacità delle imprese di finanziare acquisti di rimpiazzo. Inoltre, gli ammortamenti consentiti a scopi fiscali sono spesso stati troppo basati sui costi storici piuttosto che sui costi di rimpiazzo. Altro onere, pur se di recente attenuato, gli alti saggi di interesse associati a deboli mercati azionari.

Sulla base di dati relativi a flussi di fondi, la seguente tabella fornisce un insieme di rapporti finanziari approssimativamente paragonabili per il settore delle imprese di quattro paesi; i dati risalgono, quando è stato possibile ottenerli, fino agli anni « cinquanta ». Il termine *cash-flow*, nel senso qui usato, comprende soltanto i

(24) Un'analisi più completa, che non rientra nei limiti di questo lavoro, dovrebbe tener in maggior conto il comportamento del settore delle famiglie.

flussi di risparmio interno lordo (più i trasferimenti di capitale), aggiustati per tener conto della rivalutazione delle scorte. Poiché per il Regno Unito non sono disponibili dati relativi alle attività e alle passività, una stima grossolana per il 1960 fornisce il punto di partenza per una serie basata su dati di flusso cumulativi. Per il Regno Unito, quindi, le tendenze dei rapporti sono più attendibili del loro valore assoluto. I confronti si riferiscono ad anni scelti arbitrariamente, che possono non coincidere con gli anni di svolta dei cicli.

Si consideri dapprima l'autofinanziamento. Il *cash-flow* delle imprese raggiunse negli Stati Uniti un massimo nel 1966, con l'8,2 per cento del prodotto nazionale lordo e l'80 per cento della formazione (allora relativamente alta) di capitale lordo. Nel 1974 era diminuito di più di un quarto: al 6,1 per cento del reddito nazionale lordo e al 66 per cento di volume ridotto di investimenti. James Tobin, riferendosi a stime di William Nordhouse secondo le quali il tasso di rendimento (al netto delle imposte) sui costi di rimpiazzo era sceso dal 10 per cento del 1965-66 al 5,4 per cento nel 1973, commenta in termini generali:

« Dopo il 1966 le valutazioni aggregate del mercato dei titoli emessi dalle imprese (azioni e obbligazioni) non hanno tenuto il passo del costo di ricostituzione delle scorte e del capitale fisso... Un basso valore (di questo rapporto) significa che il mercato è pessimista sulle future prospettive di profitto e/o che sconta i profitti futuri a tassi elevati... (e) indica un peggioramento del clima finanziario per gli investimenti di capitale. Nel 1974 è diventato impossibile finanziarsi nel mercato azionario; le imprese hanno scarsi fondi e rischiano il futuro dei loro azionisti impegnandosi pesantemente a saggi di interesse prefissati... Per mantenere lo stesso clima favorevole agli investimenti e allo sviluppo sarebbe stato necessario che i saggi di interesse finanziari reali post-tasse (cioè, i tassi di mercato corretti per tener conto delle aspettative inflazionistiche) fossero corrispondentemente diminuiti. Ciò non è avvenuto » (25).

Sebbene, come rileva Tobin, gli alti tassi di interesse indotti dalle politiche adottate abbiano aggravato i problemi finanziari delle imprese, non si può pretendere di risolvere tali problemi soltanto con più bassi tassi di interesse. E' vero che, in una certa misura, più bassi saggi di interesse possono facilitare il finanziamento con azioni

(25) JAMES TOBIN, « Inflation, interest rates and stock values », in *The Morgan Guaranty Survey*, luglio 1974, pag. 4.

PAESI CONSIDERATI: INVESTIMENTI DEL SETTORE DELLE IMPRESE, CASH-FLOW E RAPPORTI DI LIQUIDITÀ

Settore delle imprese	1950	1955	1960	1963	1966	1969	1972	1973	1974 (1)
	Percentuali								
Invest. lordo (2)	15,4	17,1	17,8	15,7	15,5	16,9	15,8	15,3	12,5
PNL	.	.	8,7	6,6	7,1	10,0	10,5	13,0	8,3
	8,4	7,9	7,7	7,7	10,2	7,3	5,8	7,4	9,2
Rapporti									
Rapporto di auto-finanziamento (3)	0,82	0,75	0,75	0,76	0,78	0,72	0,75	0,77	0,83
	.	.	1,10	1,21	0,96	1,09	0,77	0,73	0,35
	0,75	0,92	0,88	0,96	0,80	0,96	1,05	0,84	0,66
Cash-flow	.	0,62	0,93	0,82	0,79	0,76	0,71	0,74	0,62
	.	.	1,21	0,81	0,59	0,31	0,21	0,25	0,09
Debito a breve termine	0,91	1,02	0,78	0,83	0,78	0,58	0,37	0,29	0,09
	.	0,27	0,32	0,25	0,24	0,51	0,54	0,47	0,35
Cash-flow	.	.	0,31	0,22	0,18	0,15	0,10	0,11	0,18
Debito totale (5)	0,25	0,28	0,23	0,23	0,25	0,17	0,14	0,14	0,04
	.	0,68	0,89	0,89	0,80	0,18	0,17	0,13	0,13
Attività liquide	.	.	1,44	1,08	1,01	0,85	0,92	0,97	0,87
Debito a breve termine	2,22	1,90	1,20	1,22	0,82	0,67	0,63	0,61	0,51
	.	0,30	0,31	0,27	0,24	0,25	0,26	0,26	0,24
Attività liquide	.	.	0,36	0,30	0,50	0,47	0,50	0,48	0,23
Debito totale (5)	0,62	0,53	0,35	0,34	0,26	0,19	0,24	0,26	0,20
	.	.	0,35	0,34	0,26	0,23	0,21	0,20	0,20

(1) Primi nove mesi, depurati da influenze stagionali; per la Germania, soltanto primi sei mesi (aggiustamento stimato). — (2) Capitale fisso e investimenti in scorte del settore imprese (esclusa edilizia), tenuto conto della rivalutazione degli stock. — (3) Rapporto tra *cash-flow* (cioè, ammortamenti, risparmi netti e trasferimenti di capitale, tenuto conto della rivalutazione degli stock) e investimenti lordi. — (4) Le attività liquide e i debiti sono calcolati sulla base dei dati di flusso legati a una stima delle consistenze per l'anno base. — (5) Escluse le azioni. Per gli Stati Uniti, soltanto debiti del « mercato creditizio ».

Fonte: Dati sul flusso dei fondi di ciascun paese.

e il consolidamento di debiti a breve termine (26). Ma, dato il peggioramento dei *cash-flows* delle imprese dal 1965 e la sfavorevole tendenza di lungo periodo del rapporto tra attività liquide e debiti, far assegnamento su un'ulteriore forte espansione del credito (ammessa la volontà di indebitarsi) potrebbe solo rimandare la soluzione di problemi fondamentali e, in definitiva, aggravarli. Nel 1974 il *cash-flow* delle imprese rispetto al debito a breve era soltanto un terzo del valore del 1955, mentre le attività liquide erano scese a poco più di un quarto (27).

In Italia il *cash-flow* delle imprese rapportato al prodotto nazionale lordo era diminuito soltanto dal 10,9 per cento del 1969 al 9,5 per cento nel 1973. Inoltre, dal 1963 al 1973 i dati relativi alle attività e passività finanziarie mostrano che le attività liquide rimasero costanti in rapporto al debito totale e aumentarono in rapporto ai debiti a breve. Il mercato azionario fornì fondi notevoli alla fine degli anni « cinquanta » e all'inizio degli anni « sessanta », ma in seguito rimase depresso fino al 1973. Il fatto che in Italia i rapporti tra *cash-flow* e debiti siano stati comparativamente bassi, mentre i rapporti tra attività liquide e debiti erano elevati, indicherebbe che le imprese sono state portate a indebitarsi pesantemente per mantenere un adeguato grado di liquidità. Negli ultimi anni, ciò può esser in parte dipeso da considerazioni precauzionali sollecitate dal movimento dei costi, per i quali le incertezze sono state accentuate dai continui aggiustamenti dei salari alle variazioni del costo della vita, dalla frequenza degli scioperi, dall'adozione di un cambio fluttuante per la lira.

Incertezze di questo tipo sembrano aver avuto importanza anche nel Regno Unito. Qui inoltre, come negli Stati Uniti, il *cash-flow* delle imprese ha da anni un andamento decrescente. In questo contesto, il tasso reale di rendimento del capitale impiegato dalle imprese industriali e commerciali (a costi di rimpiazzo e a scorte rivalutate) si stima sia caduto dal 13,4 per cento del 1960 a 6,5 per cento nel 1973 (28). Rapportato al prodotto nazionale lordo, il *cash-flow*

(26) Nella seconda metà del 1974, con i saggi di interesse giunti all'apice in agosto, le obbligazioni emesse da imprese rappresentarono il 33 per cento del totale dei prestiti accessi sul mercato del credito, contro il 22 per cento nella prima metà; peraltro, la grave depressione della borsa costrinse le emissioni di azioni a valori trascurabili.

(27) In una certa misura, queste tendenze possono riflettere mutamenti dei criteri prudenziali nella redazione dei bilanci e un maggiore affidamento su linee di credito.

(28) Cfr. J. L. WALKER, « Estimating companies' rate of return on capital employed », in *Economic Trends*, No. 253, HMSO, novembre 1974.

delle imprese è diminuito dal 9,6 per cento del 1960 a 6,2 per cento nel 1973 ed è crollato nei primi tre trimestri del 1974 a 2,9 per cento (29). Esso è stato colpito in modo particolarmente grave negli ultimi due anni in parte perché i controlli sui prezzi fino alla metà del 1974 hanno consentito di recuperare con maggiorazioni di prezzo soltanto la metà degli aumenti dei costi salariali e in parte perché i pesanti oneri fiscali hanno inciso su profitti calcolati a costi storici in un periodo di prezzi dei materiali impiegati rapidamente crescenti. Nello stesso tempo, in conseguenza della stretta monetaria e degli alti tassi di interesse, il mercato dei capitali praticamente si inaridì e le compagnie cercarono fondi principalmente presso le banche e fonti estere. Nel novembre del 1974 il Governo riconobbe la serietà della situazione, abolì il controllo sui prezzi e alleggerì la pressione fiscale sui profitti contabili derivanti da rivalutazioni di scorte per l'anno finanziario in corso.

Il caso della Germania differisce notevolmente da quello degli altri tre paesi. Il *cash-flow* delle imprese diminuì solo leggermente, dal 12,6 per cento del prodotto nazionale lordo nel 1950 a 11,8 per cento nel 1973; scese poi nel 1974 a 10,4 per cento. Il rapporto di autofinanziamento rimase notevolmente stabile; ciò fa supporre che le imprese tedesche preferiscano ridurre gli investimenti, come fecero nel 1974, piuttosto che veder diminuire tale rapporto. Dal 1960 l'indebitamento è cresciuto più rapidamente del *cash-flow*, ma il credito ottenuto è stato soprattutto a medio o lungo termine (o di provenienza estera) e le disponibilità relative hanno alimentato le attività liquide, le quali sono rimaste piuttosto costanti in rapporto al debito a breve. Da circa un anno a questa parte, le autorità tedesche hanno perseguito una cauta politica di gestione della domanda tesa a contrastare l'inflazione; ma l'accento è stato di nuovo posto sulla politica fiscale per sostenere la produzione e l'occupazione. Nel quadro di un nuovo programma di riforma fiscale, si prevede che il deficit di cassa del settore pubblico nel suo complesso aumenti dai circa 25 miliardi di marchi del 1974 a più di 50 miliardi nel 1975. Per incoraggiare la formazione di capitale industriale, il Governo ha introdotto un premio all'investimento del 7½ per cento su tutti i beni capitali ordinati entro la metà del 1975.

In tutti e quattro i paesi, ma in particolare in Italia e nel Regno

(29) Inoltre, dal 1960 al 1973 i rapporti tra attività liquide delle società da una parte debito totale e debito a breve termine dall'altra diminuirono pressapoco nella stessa misura rilevata negli Stati Uniti (v. tabella).

Unito, i rincari del prezzo del petrolio hanno accentuato il problema dell'indebitamento del settore privato. Inoltre, ad eccezione degli Stati Uniti, i salari sono cresciuti, rispetto ai prezzi, in misura sufficiente a trasferire sulle imprese il grosso dell'onere petrolifero. Data la recessione, e nella misura in cui i paesi sono disposti ad accettare un disavanzo petrolifero nelle partite correnti, può essere giustificato lasciare che l'onere ricada in tutto o in parte sulle finanze pubbliche.

Sarebbe utile confrontare altri aspetti della situazione finanziaria delle imprese; ma i dati disponibili in genere non lo consentono. Per quando riguarda gli interessi fissi, ad esempio, gli esborsi delle imprese statunitensi sono aumentati, in rapporto ai profitti ante-tasse sul capitale impiegato, dal 3 per cento del 1950 a più del 21 per cento nel 1973. Anche nel Regno Unito dal 1967 il peso degli interessi è cresciuto molto più rapidamente dei profitti lordi (escluse le rivalutazioni delle scorte), cosicché il rapporto di copertura degli interessi pagati dalle società è caduto da meno di 5,5 a circa 2. Ancora, il rapporto tra capitale azionario e debiti per le imprese manifatturiere statunitensi, che era circa 4 nel 1964, è diminuito nel 1974 a circa 2,2; per un largo campione di imprese manifatturiere e commerciali del Regno Unito tale rapporto sembra sia stato nel 1973 vicino a 1.

Sarebbe opportuno estendere l'analisi non solo, come si è notato, al settore delle famiglie, ma anche alle banche commerciali in quanto fornitrici di fondi. Le banche degli Stati Uniti, per esempio, hanno visto aumentare i loro impegni assai più rapidamente dei capitali propri; per il reperimento di fondi esse sono ricorse in larga misura a impegni sensibili ai saggi di interesse; e le loro attività sono probabilmente peggiorate in termini di qualità e di distribuzione delle scadenze (30).

4. Conclusioni

All'apparire della recessione mondiale i Governi dei paesi dell'OCSE hanno continuato a considerare prioritaria la lotta all'inflazione, nella convinzione che non vi fossero grandi rischi di depres-

(30) HENRY KAUFMAN, « The severity of illiquidity », in *Euromoney*, gennaio 1975, pag. 33. ARTHUR F. BURNS, « Maintaining the soundness of our banking system », discorso alla American Bankers' Association Convention del 1974, 21 ottobre 1974. « Alla fine del 1960 i fondi patrimoniali più le riserve per perdite su crediti erano quasi il 9 per cento del totale delle attività delle banche. Alla fine del 1973, questo rapporto era sceso a circa il 6½ per cento ».

sione e che le politiche restrittive potessero facilmente essere rovesciate appena se ne fosse avvertita la necessità.

L'analisi svolta in questo lavoro, sebbene in gran parte concentrata sul settore delle imprese di pochi paesi, suggerisce che i rischi di involuzione ciclica cumulativa erano più gravi di quanto si sia ritenuto, e che può andar per le lunghe la ripresa della produzione e dell'occupazione. In alcuni paesi, in particolare negli Stati Uniti e nel Regno Unito, tendenze avverse di medio e di lungo periodo del *cash-flow* e delle attività liquide rispetto all'indebitamento hanno reso le decisioni di portafoglio relative alla spesa e all'investimento più sensibili al variare dei rischi e delle incertezze. Nello stesso tempo, una « stagflazione » di dimensioni mondiali, intensificata da eccezionali rincari dei combustibili, ha moltiplicato i rischi e le incertezze in termini sia di reddito sia di previsioni sui costi. D'altra parte, dovendo le autorità far fronte a molti problemi strutturali e insieme combattere l'inflazione, è probabile che le politiche di reflazione restino caute. In questo quadro, il settore privato si è sforzato di costituire attività liquide, di ridurre i nuovi indebitamenti e di contenere le spese e gli investimenti.

Nelle condizioni attuali, sembrerebbe che negli Stati Uniti la ripresa potrebbe essere meglio assicurata da politiche che non facciano troppo conto sulla disposizione a indebitarsi del settore privato. Le autorità dovrebbero quindi porre l'accento più sulla diretta azione fiscale per accrescere il reddito disponibile delle famiglie e delle imprese, e fors'anche cercare di collegare il programma fiscale con accordi informali per contenere i movimenti dei prezzi/salari. Un alleggerimento fiscale potrebbe contribuire notevolmente a rovesciare il processo di erosione delle posizioni di bilancio delle imprese, anche se sostanziali miglioramenti in questa direzione richiedono tempo. Il deficit di bilancio accettato dal Governo americano e i suoi sforzi per un programma di riduzioni fiscali sono chiaramente nella giusta direzione. Per contro, in paesi in cui la spirale prezzi/salari è giunta a una fase di virulenza — come nel Regno Unito e in Italia — una politica di sgravi fiscali potrebbe fornire solo un sollievo temporaneo ai problemi di bilancio delle imprese.

Dall'esame svolto emerge anche che le autorità nazionali, per salvaguardare e rafforzare l'attività d'investimento dei rispettivi paesi, dovranno prestare sempre più attenzione a come assicurare un soddisfacente tasso di rendimento del capitale. In questo quadro, la gestione della moneta dovrebbe sempre più essere considerata funzione del

complesso delle politiche adottate e non soltanto della politica della Banca centrale in quanto tale. L'equilibrio monetario (31) nel lungo periodo potrebbe essere meglio perseguito se si concentrasse l'attenzione non soltanto sui cosiddetti aggregati monetari, ma anche sulle fonti della creazione di credito e sulle loro implicazioni per le tendenze dei *cash-flows* settoriali e per le relazioni tra debiti e liquidità.

Su un diverso piano, il nostro esame suggerisce che la stabilità della funzione di domanda di moneta in termini di ricchezza, o di « reddito permanente », non può sempre essere assunta come sicura base di decisioni di politica economica. In particolare, esso suffraga l'opinione che la domanda precauzionale di scorte monetarie reali possa avere per le decisioni di portafoglio un'importanza maggiore di quella riconosciutagli dalla moderna teoria monetaria. Nella misura in cui il comportamento precauzionale si dimostri in date situazioni seriamente destabilizzante in termini di produzione e di occupazione, è opportuno che le autorità monetarie modifichino in misura superiore al normale la quantità di moneta, e considerino se tali modificazioni non possano essere più efficacemente realizzate come sottoprodotto della politica fiscale piuttosto che della politica monetaria in senso stretto.

WARREN D. McCLAM

(31) Nel senso usato da GUNNAR MYRDAL, uno dei primi fautori dell'adozione di *policy mix*, in *Monetary Equilibrium* (William Hodge & Co., Ltd., London, 1939). Secondo Myrdal, « mantenere un equilibrio monetario diventa un problema non soltanto di politica monetaria, ma di politica economica nel suo complesso, di politica sociale e delle istituzioni che regolano il mercato del lavoro, della legislazione sui cartelli e di tutti i fattori connessi » (pag. 184).