

## PROBLEMI DELLE CRISI FINANZIARIE

Il poderoso emergere della speculazione finanziaria e monetaria a partire dalla fine degli anni settanta, che non ha mancato di portare l'economia mondiale ad uno stato di crescente fragilità finanziaria, reso noto da svariati sintomi dei quali i più eclatanti, ma non certo gli unici, sono stati il crash delle borse dell'Ottobre 1987 ed il sensibile calo del mercato obbligazionario mondiale (-25% circa) durante il 1994, ha riportato in auge l'urgenza dello sviluppo dell'analisi empirica e teorica di finanza e credito, soprattutto fra gli economisti marxisti, classici e postkeynesiani; mentre monetaristi e neoclassici sono costretti a far finta di non vedere ciò che sta accadendo sotto i loro occhi, essendo assolutamente vitale per il successo della loro propaganda che un disastro finanziario sul modello del 1929-30 non abbia non dico a ripetersi ma neanche a profilarsi all'orizzonte.

In realtà, non essendo minimamente la fragilità e le crisi finanziarie un fenomeno nuovo, neppure nuovi sono i tentativi di analizzarle, spesso anzi il prolungamento e l'aggiornamento di elaborazioni già esistenti e magari piuttosto antiche. Esaminiamo dunque le principali e più interessanti delle teorie a disposizione, per volgerci poi brevemente ai problemi che ancora restano aperti specialmente in relazione alla fase critica attraversata dal capitalismo contemporaneo.

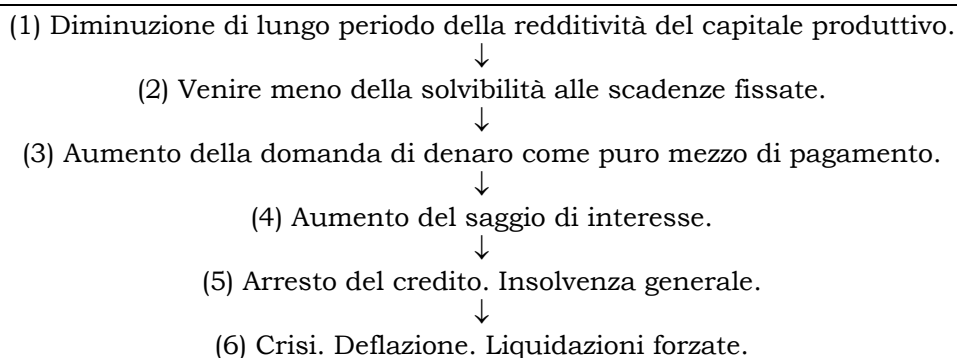
### ***Karl Marx***

Dal punto di vista della teoria economica di Marx, le crisi finanziarie sono un prodotto dell'esistenza e dello sviluppo del sistema creditizio, senza il quale non potrebbero neppure verificarsi. È vero che l'esistenza del denaro implica la possibilità della separazione spazio-temporale di vendita ed acquisto di merci, ma tale possibilità deve restare allo stato latente fintantoché su questa base non si sviluppa una circolazione puramente creditizia fondata su scadenze temporali definite. L'evoluzione di un sistema creditizio autonomo e di un mercato del denaro e dei capitali monetari implica la possibilità di dissociazione della dinamica del reddito dei capitalisti monetari (*interesse*) dalla dinamica del reddito dei capitalisti produttivi (*profitto*) e con ciò la potenziale insolvenza di questi ultimi.

Marx definisce le crisi finanziarie come situazioni di illiquidità generale, ed in qualche modo ne fa dipendere in ultima istanza l'esplosione dal declino di lungo periodo del saggio del profitto. Tuttavia il meccanismo che dovrebbe connettere i due fenomeni, descritto nel III volume del *Capitale*, è abbastanza lungi dall'essere chiaro, per quanto egli sia piuttosto drastico nell'asserire che le crisi finanziarie sono determinate da una cessazione praticamente improvvisa del credito, la cui estensione era stata condotta "oltre i limiti fisiologici" dall'aumento vertiginoso di una domanda di denaro non allo scopo di investimento ma per far fronte a precedenti scadenze pervenute a maturazione.

L'accelerazione dell'aumento della domanda di mezzi di pagamento comporta un rialzo, più o meno rapido, del saggio di interesse, in qualche maniera legato al movimento delle riserve bancarie, che può finire con il sopravanzare anche di molto il livello raggiunto dal saggio del profitto lordo. La politica della Banca Centrale - da Marx analizzata in riferimento alla controversia dei suoi tempi fra *Currency School* e *Banking School* - può essere però tale da aumentare la disponibilità momentanea di moneta e quindi il tasso di liquidità, allontanando il pericolo di crash generalizzato; circostanza, questa, invero abbastanza rilevante, e nella quale molti vogliono vedere aspetti comuni con la teoria keynesiana.

Possiamo quindi riassumere nel modo seguente la catena causale di eventi contenuta nella teoria marxiana:



In questa forma la teoria marxiana è stata ripresa solo di recente, e da un numero piuttosto esiguo di autori, essendo ancora abbastanza largo il novero di coloro che si limitano ad asserire più o meno vagamente l'esistenza di una relazione fra la diminuzione del saggio del profitto e le crisi. Ma la riduzione graduale del saggio del profitto ipotizzata nella teoria marxiana non può *di per sé* causare alcun arresto del processo di accumulazione né tantomeno una crisi finanziaria e creditizia di portata generale; al massimo può tendere lentamente a ridurre il saggio di accumulazione abbassandone il limite teorico superiore. Ciò lascia dunque abbastanza aperto il quesito di come si possa passare dall'evento (1) al (2) del quadro, che è quanto qui interessa maggiormente.

### **Makoto Itoh**

A Makoto Itoh va ascritto fra gli altri il consistente merito di avere inteso con precisione due cose: *a)* che senza crisi creditizio-finanziaria non vi può essere arresto od ostruzione seria dell'accumulazione nella sfera produttiva e commerciale ; *b)* che il nesso fra evento (1) ed evento (2) del quadro precedente, pur essendo cruciale non risulta direttamente evidente dalla trattazione sviluppata da Marx.

Il completamento proposto da Itoh fa ricorso all'emergere della speculazione, un elemento già presente nello svolgimento del *Capitale* ma non esattamente integrato al resto. Itoh considera il *credito commerciale* - ovvero il credito che si concedono reciprocamente i capitalisti industriali e commerciali mediante l'emissione di tratte - come la base dell'intero sistema creditizio in cui le banche svolgono fondamentalmente la funzione di istituzioni di *sconto cambiario*. Nelle fasi di espansione, caratterizzate fra l'altro da prezzi delle merci *crescenti*, ad un certo punto le merci cominciano a venire acquistate da determinati agenti non per essere normalmente rivendute nel circuito commerciale ma allo scopo di essere ammassate onde *accelerare* il movimento ascendente dei prezzi per trarne guadagni di *breve termine*. Il finanziamento creditizio di questo tipo di attività speculativa accresce la domanda di capitale monetario oltre il livello fisiologico, innalzando più o meno rapidamente il tasso di sconto (e di interesse) anche ben al di sopra del saggio corrente del profitto, in calo a causa della pressione salariale, con la conseguente creazione di problemi al regolare flusso dei pagamenti in scadenza. Di qui segue la fenomenologia già nota e riassunta nel quadro precedente.

Pur essendo questa una teoria coerente nonché meritoriamente basata su di una quantomai opportuna concezione *endogena* della moneta creditizia, va notato che il declino, di lungo o breve periodo, della redditività del capitale -su cui Itoh si basa nella versione *profit-squeeze* - non è un ingrediente strettamente necessario di questo tipo di ipotesi. L'esame della dinamica del capitalismo contemporaneo, non consente poi ovviamente di restare confinati al credito commerciale ed alla semplice speculazione sugli stock di merci.

### **Hyman P. Minsky**

L'estensione di una teoria del tipo Itoh al credito di investimento ed alla speculazione sui titoli (l'insieme di ciò che Marx denomina *capitale fittizio*) si trova in Hyman P. Minsky sotto forma di reinterpretazione e completamento della teoria keynesiana dell'accumulazione. Minsky parte dall'assunto che la crescita capitalistica è essenzialmente instabile giacché in essa sono permanentemente all'opera processi *interni* che tendono a trasformarla in un boom di tipo speculativo contraddistinto da una crescente *fragilità finanziaria*. Per fragilità finanziaria va inteso, secondo Minsky, uno stato in cui un evento qualsivoglia, anche del tutto comune, può generare una catena generale di insolvenze e quindi di liquidazioni forzate. Il grado di fragilità finanziaria è determinato dalla situazione finanziaria media delle unità economiche, dal livello di liquidità e dalla quota di ricorso al credito per il finanziamento degli investimenti.

Il fattore dinamico cruciale è l'indebitamento *crescente* delle unità economiche per l'alimentazione degli investimenti nel corso delle fasi di espansione, aumento determinato dal fatto che maggiori debiti implicano per i capitalisti maggiori profitti in virtù del 'teorema di Kalecki', secondo il quale "i lavoratori spendono quello che guadagnano, mentre i capitalisti guadagnano quello che spendono". Il risultato complessivo di tale corsa all'indebitamento è una progressiva riduzione della liquidità, parallelamente all'emergere di posizioni finanziarie deteriorate (uso del credito per far fronte a brevi buchi di liquidità; uso del credito per rifinanziare il pagamento di interessi). Si estende quella parte di domanda di capitale monetario che è insensibile ai mutamenti del tasso di interesse: il tasso di interesse sale anche in maniera accelerata. Il numero di insolvenze e fallimenti aumenta rendendo sempre più attuale il pericolo di una catena universale ovvero di una deflazione debitoria. La tendenza all'accrescimento dei tassi di interesse produce tre importanti effetti : a) gli obblighi di pagamento in contante tendono ad eccedere gli incassi ; b) il valore di mercato delle attività (lungo termine) tende a decrescere rispetto a quello delle passività (breve termine) ; c) i prestatori di capitale monetario tendono a contrarre, anche piuttosto improvvisamente, il volume di credito reso disponibile.

Ne consegue che l'accumulazione di capitale prenderà a rallentare se non addirittura a declinare, con l'effetto ulteriore di ridurre i profitti (che dipendono dal livello degli investimenti), il che non può mancare di esacerbare ulteriormente i problemi di liquidità, fino a giungere alla forzata liquidazione di attività per realizzare denaro immediato, fenomeno che Minsky identifica appunto con l'esplicarsi della crisi finanziaria. Se questo evento, verso il quale il corso spontaneo delle cose condurrebbe comunque, può essere, e finora lo è stato, scongiurato o mantenuto latente è per l'intervento più o meno tempestivo e sollecito della Banca Centrale in quanto 'prestatore in ultima istanza' e per l'estendersi del deficit pubblico che contribuisce a mantenere elevati i profitti delle imprese.

### **Martin H. Wolfson**

In tempi assai recenti, Martin H. Wolfson ha cercato di unire un'accurata analisi empirica delle crisi finanziarie nella storia statunitense del dopoguerra con un modello teorico in cui si trovassero fusi l'impianto della teoria di Marx e i rilievi di Minsky sulla dinamica del processo di fragilità finanziaria.

Lo scenario di fondo della teoria di Wolfson è costituito dalla teoria marxiana del declino di lungo periodo della redditività del capitale, che fornisce il terreno necessario per la messa in movimento del meccanismo delle crisi finanziarie, fondamentalmente innescato dalla divergenza fra obblighi di servizio del debito da parte dei capitalisti produttivi e profitti lordi.

Secondo Wolfson, in prossimità del punto di svolta superiore del ciclo economico, a causa dell'accelerazione della diminuzione del saggio del profitto le condizioni finanziarie delle imprese si deteriorano ed i loro incassi lordi non riescono più a soddisfare con regolarità gli obblighi debitori. La risposta delle corporation è un maggiore ricorso al credito bancario e/o al mercato obbligazionario a breve termine non

al fine di proseguire o estendere gli investimenti ma soltanto per far fronte alle scadenze accumulate. Dal canto loro, le banche commerciali vedono aumentare il numero di mancati soddisfacimenti delle scadenze prestabilite e ridursi le riserve. La politica monetaria della Banca Centrale si restringe, lasciando così i fornitori di credito nella spiacevole situazione di dovere affrontare una maggiore domanda di creditori da parte di clienti meno solvibili con riserve in declino. Le banche commerciali reagiscono limitando drasticamente il credito per i nuovi o meno importanti clienti e per le istituzioni non d'affari onde concentrarlo sui clienti tradizionali, specialmente le grosse corporation. Simultaneamente, le banche commerciali alterano la struttura del proprio portafoglio riducendo gli investimenti in titoli rispetto ai prestiti di capitale monetario dal lato delle attività, e ricorrendo maggiormente a fondi quali i certificati di deposito, che hanno obblighi di riserva inferiori, dal lato delle passività. Tuttavia ciò aumenta l'insicurezza generale poiché questo tipo di fondi non è assicurato ed è altamente volatile. In un contesto di questo genere, *qualsiasi evento imprevisto può avviare una crisi finanziaria originata da una catena di insolvenze che interrompe la normale fornitura di credito*. Quando tale fenomeno ha avuto inizio, il comportamento generale si caratterizza per una intensa, quasi disperata ricerca di denaro liquido che rende necessarie le vendite forzate e mette *out of order* il mercato finanziario. La fase acuta della crisi finanziaria viene tamponata con la riduzione dell'intensità della domanda di liquidità, soprattutto mediante l'azione della Banca Centrale quale fornitore di riserve liquide in ultima istanza. Tuttavia, questo tipo di azione, pur riuscendo a porre rimedio alla fase acuta delle crisi non è di per sé in grado di eliminare l'elevata vulnerabilità dell'economia, che può essere superata soltanto mediante il miglioramento della redditività del capitale, sorgente ultima della regolare crescita del credito.

### ***E. Ray Canterbury***

In una recentissima elaborazione basata sull'esame dell'esperienza degli anni delle amministrazioni Reagan e Bush nonché sulla critica della tristemente nota *Reaganomics*, E. Ray Canterbury ha proposto un'originale interpretazione delle crisi finanziarie in quanto generate da un 'effetto Casinò', una speciale forma di fragilità finanziaria, nel solco di Minsky e Marx. Canterbury prende le mosse dalla constatazione che le contabilità nazionali fraintendono grossolanamente il risparmio giacché vi omettono il computo delle variazioni del valore nominale degli *assets* finanziari, il fondamentale oggetto e fine delle attività speculative. In questo contesto, egli interpreta la consistente riduzione delle aliquote fiscali sui redditi più elevati concretizzata da Reagan (ma già iniziata sotto l'amministrazione Carter) come l'applicazione di una leva per la creazione di liquidità (risparmi) a fini speculativi. Per quanto le transazioni ed i redditi derivati dalle attività finanziarie sfuggano alla limitata percezione delle contabilità nazionali standard, tutto il settore finanziario e creditizio ruota attorno ad essi: banche, casse di risparmio, brokers sono imprese che hanno la caratteristica del tutto particolare di detenere passività che sono attività di *altre* imprese ed individui. Nel corso degli anni '80, il movimento di questa relazione ha costituito il fondamento di quello che Canterbury chiama appunto 'l'effetto Casinò'.

Una volta avviato, il processo di crescita dei valori nominali degli *assets* finanziari e fondiari tende ad assumere un carattere *esponenziale*, perdendo rapidamente qualsivoglia rapporto con la crescita dei valori degli stock fisici di capitale produttivo e mercantile. Un fenomeno del genere si osserva soprattutto dalla fine degli anni '70, ma forse anche nel decennio precedente; mentre negli anni '50 e '60 si era mantenuto un rapporto più o meno costante fra crescita dei valori degli stock produttivi e degli stock finanziari. Le conseguenze di questo 'effetto Casinò' si misurano soprattutto nell'immane crescita della quota degli interessi (l'unica categoria di reddito cresciuta relativamente negli anni '80 e '90) sul reddito nazionale e nell'evaporazione della liquidità creditizia; declino, questo, che è giunto al punto di avere virtualmente provocato l'estinzione del settore delle Casse di Risparmio, posto sotto una terrificante minaccia le assicurazioni ed in acuta tensione tutto il sistema bancario. Dato il presente clima politico, Canterbury vede, ad es., in una potenziale rivolta fiscale dei contribuenti una consistente minaccia

a tutto l'edificio attuale dell'economia USA, considerato in una situazione di fragilità finanziaria estrema per la seconda volta nella storia di questo secolo.

### 1929-1930

Nella storia del capitalismo moderno, che dalla metà del secolo scorso al momento presente ha assommato più di trenta cicli brevi, in una occasione soltanto una crisi finanziaria ha svolto da prologo ad una depressione economica di vasta portata. La successione di eventi che ha condotto dal crollo di Wall Street dell'Ottobre 1929 alla paralisi creditizia di qualche mese dopo, e da questa alla più acuta depressione finora registrata, è sicuramente il più interessante ed istruttivo materiale sperimentale di cui si disponga per la formulazione ed il test di modelli teorici; e non è certo un caso che negli ultimi tempi l'interesse per il periodo 1929-30 sia prepotentemente rinato. Il fatto è che, malgrado il nesso fra iperspeculazione degli anni 1921-1929 e crollo dei valori nominali dei titoli sia dato quasi sempre per scontato, il meccanismo concreto appare difficile da svelare, tant'è che abbiamo taluni autori che asseriscono che crollo finanziario e depressione sono fenomeni adiacenti nel tempo ma separati funzionalmente, e svariati altri secondo i quali il nesso causale dei guai non procede dalla finanza verso il settore produttivo bensì nel senso contrario.

TABELLA 1. USA. Destinazione del capitale monetario prestato. 1920-1929.

	<i>Prestiti su titoli in % del totale</i>	<i>Prestiti su titoli in % di totale prestiti e investimenti</i>	<i>Investimenti in titoli di corporation come % di investimenti totali</i>
1920	31	22	nd
1922	35	25	nd
1924	36	26	nd
1926	40	29	40
1928	44	30	42
1929	45	34	42

La tabella mostra una considerevole crescita del debito a scopo speculativo nel corso degli anni venti: mentre il totale del credito è cresciuto dal 1921 al 1929 del 160% circa, il credito su titoli è aumentato di più del 200%. L'idea che nel corso di questo periodo le banche commerciali si siano volte a prestare soldi a clienti che li adoperavano per poi speculare in Borsa è decisamente rafforzata dalla constatazione del gigantesco incremento dell'esposizione delle banche per il finanziamento dell'acquisizione di azioni: dal livello di \$3.1 miliardi nel 1926 a \$8.5 miliardi nel 1929 (+174%). L'immane accrescimento di questa esposizione resta tuttavia sovente oscurato dalla circostanza che il rapporto fra indebitamento dei brokers e valore di mercato dei titoli si alterò solo di poco (dall'8.5% nel 1926 al 9.7% nel 1929) grazie al parallelo impressionante aumento del corso nominale dei titoli.

Non si osserva un incremento apprezzabile dell'indebitamento in relazione al reddito lordo e agli investimenti nel settore industriale considerato nel suo insieme, il quale anzi realizzò un ovvio spostamento dal finanziamento mediante debito al finanziamento attraverso l'emissione azionaria, circostanza che si può considerare come equivalente al trasferimento del debito dal settore industriale ad altri settori; ciononostante per un certo gruppo di rami e imprese industriale e commerciali gli anni Venti segnalano un consistente innalzamento del debito a breve termine.

Quanto ancora manca nell'analisi della dinamica della Grande Depressione degli anni '30 è l'individuazione tanto del preciso fattore scatenante quanto dell'esatto

meccanismo di ripercussione del crollo del corso dei titoli sulla liquidità bancaria, giacché l'evidente rischio è quello di immaginarsi qualcosa di abbastanza simile ad un circolo vizioso: la diminuzione della liquidità interrompe il flusso del credito a scopi speculativi, il valore dei titoli diminuisce catastroficamente, ne segue una catena di insolvenze che distrugge liquidità e credito. È abbastanza chiaro che la contrazione *iniziale* della liquidità - segnalata, poniamo, da un aumento improvviso dei tassi di interesse - deve essere un fenomeno differente dalla riduzione *finale* della liquidità, contraddistinta dall'impossibilità di molte banche di far fronte alla propria esposizione. In ogni caso, la fenomenologia della crisi finanziaria del 1929-30 in parte sfugge ancora ai modelli proposti per due principali motivi: *a)* la gravità e diffusione della crisi sono fuori dalla portata di semplici modelli ciclici (Itoh, Wolfson); *b)* in molti modelli la speculazione come investimento per il lucro sulle variazioni di prezzo a breve termine degli stock non è precisamente presente (Minsky), e dove lo sia si limita (al riguardo, l'effetto Casinò di Canterbury è un'eccezione) alla speculazione sul capitale-merce nella fasi espansive, senza ancora prevedere il ruolo del capitale fittizio e della *sua stessa creazione a scopi speculativi*.

### ***Problemi attuali***

Dopo quasi un decennio di stagnazione economica puntuato da due recessioni mondiali, gli anni Ottanta si presentarono al mondo recando una terza ancor più violenta contrazione produttiva e l'emergere di un'ondata speculativa tale da soppiantare qualsiasi ricordo del passato. Da allora, con varie crisi finanziarie e fra continui patemi più o meno fondati, l'attività speculativa si è mantenuta sempre estremamente elevata contribuendo fortememnte a deporre l'uovo del serpente di una politica economica totalmente regressiva impostasi in tutti i paesi *senza eccezione alcuna e senza incontrare nessuna vera opposizione*.

La ragguardevole volata del corso dei titoli, l'estensione del credito a fini speculativi, le spettacolari oscillazioni nel corso dei cambi, il rialzo di lungo termine dei saggi reali di interesse, il debole, malgrado gli sforzi, recupero della redditività del capitale, sono tutti elementi che la dinamica prevalente dall'inizio degli anni Ottanta ha in comune con l'andamento già osservato negli anni Venti. A questi vanno aggiunti, piuttosto preoccupanti, un più elevato indebitamento totale in relazione al reddito lordo, uno spostamento più marcato del debito verso il breve termine e la continuazione del tendenziale declino del tasso di accumulazione che pare del tutto insensibile ai miglioramenti sia pur lievi del saggio generale del profitto. La tradizionale idea keynesiana, in parte condivisa anche da Wolfson, che la fase acuta delle crisi finanziarie possa venire risolta dall'intervento della Banca Centrale quale fornitore finale di liquidità si sta erodendo dinanzi al crescente squilibrio di forze fra la capacità di istantanei spostamenti internazionali di masse di capitale monetario (quotidianamente pari a più di trenta volte il volume del commercio mondiale) e la limitata liquidità in possesso delle singole Banche Centrali.

Molti autori hanno sottolineato il progressivo restringimento della creazione di credito a partire dalla fine degli anni Ottanta, soprattutto in relazione alle crescenti richieste di liquidità per soddisfare obblighi passati, in parte non trascurabile ma non certo unica provenienti dal settore produttivo (che in molti resoconti della Grande Depressione è costretto alla parte della vittima passiva di una crisi che si origina fuori di esso). L'idea, già presente in Marx e brillantemente ripresa da autori come Minsky, Itoh e Wolfson, che uno squilibrio cumulativo finanziario debba tendere a reagire sul sistema produttivo paralizzandone il sistema circolatorio sta trovando nuova conferma e fornendo da base per un'onda di notevoli studi teorico-empirici su di un disastro ormai annunciato.

[Milano, Settembre 1995]