



Via Po, 53 – 10124 Torino (Italy)
Tel. (+39) 011 6702704 - Fax (+39) 011 6702762
URL: <http://www.de.unito.it>

WORKING PAPER SERIES

La deflazione da debiti di Irving Fisher nell'era della globalizzazione

Lino Sau

Dipartimento di Economia "S. Cognetti de Martiis"

Centro di Studi sulla Storia e i Metodi dell'Economia Politica
"Claudio Napoleoni"
(CESMEP)

Working paper No. 05/2004



Università di Torino

**LA DEFLAZIONE DA DEBITI DI IRVING FISHER
NELL'ERA DELLA GLOBALIZZAZIONE**

Lino Sau
Dipartimento di Scienze Economiche e Metodi Quantitativi
Facoltà di Economia
Via Perrone, 18 - Novara
e-mail : lino.sau@unito.it

JEL: B2, B3

“ Then we have the great paradox
which, I submit, is the chief secret of
most,
if not all, great depressions:
*The more the debtors pay, the more
they owe*”.
(I. Fisher, 1933, pag. 344)

1. Introduzione

Settant'anni fa, al culmine della Grande Crisi, Irving Fisher pubblica *The Debt Deflation Theory of Great Depressions* (1933) a complemento del suo lavoro precedente *Booms and Depressions* (1932) e nel tentativo di dare una spiegazione agli eventi drammatici di quegli anni. La comunità scientifica non accolse allora con molto favore la teoria delle *deflazione da debiti* (cfr. King, 1994) e, solo molto più tardi, grazie soprattutto alla cosiddetta *debt deflation school* (cfr. Minsky 1975, 1982 e Kindleberger 1978), l'analisi di Fisher ha riacquisito la giusta rilevanza.

In tempi più recenti, diversi contributi (cfr. Bernanke-Gertler, 1990; Caskey-Fazzari, 1989, 1992; Mishkin, 1991) hanno considerato gli effetti che una caduta nel livello dei prezzi possono avere sul reddito e sulla occupazione aprendo, in questo modo, un nuovo e stimolante filone di ricerca che si collega proprio all'impostazione di Fisher.

Le crisi economiche che hanno colpito il Giappone, il Sud-est asiatico e diversi altri paesi emergenti negli ultimi anni¹ e i timori di possibili effetti deflazionistici su scala globale (cfr. *The Economist*, 2002; Wray, 2003; Rogoff, 2003) hanno poi riaperto il dibattito, sia teorico che empirico, sulle cause e sui possibili rimedi a questi fenomeni. Paul Krugman (1999), per esempio, ha denunciato l'inadeguatezza dei tradizionali modelli di crisi finanziarie e valutarie²

¹A tale proposito si può ricordare il Messico (1995), la Russia (1998), l'Argentina (2001).

²Una “prima generazione” di modelli (cfr. Krugman, 1979; Flood e Garber, 1984) considera le politiche di bilancio eccessivamente espansive le quali condurrebbero inevitabilmente alla necessità di una monetizzazione del debito, incompatibile con il mantenimento di un tasso di cambio fisso. Ne deriverebbe una crisi finanziaria provocata dallo squilibrio nella bilancia dei pagamenti ed un attacco speculativo non appena le riserve valutarie scendono al disotto di un livello ritenuto “critico”. Quanto ai modelli di “seconda generazione” (cfr. Obstfeld, 1986), essi

per spiegare ciò che è accaduto nei paesi asiatici, soprattutto per quanto riguarda gli aspetti legati alla *persistenza* nella caduta delle variabili reali (produzione e investimento), ai fenomeni di *contagio* (che hanno prodotto reazioni a catena) e di *propagazione* a livello globale.

Tenendo conto di queste osservazioni, questo lavoro si ripropone un duplice obiettivo: 1) riprendere la teoria della *deflazione da debiti* e collegarla agli sviluppi successivi proposti dalla *debt deflation school*; 2) espandere, in economia aperta, l'approccio originario di Fisher, in modo che si possa tener conto degli effetti che la progressiva integrazione dei mercati finanziari ha prodotto in termini di *fragilità* ed *instabilità finanziaria* a livello globale.

Il lavoro è così articolato: nel par. 2 si riprende criticamente la teoria della deflazione di Fisher tenendo conto dei contributi teorici che si sono succeduti in letteratura; nel par. 3, si considera come il processo di *deregulation* finanziaria, verificatosi soprattutto nel corso degli anni '90, abbia gettato le basi per la successiva fase di *boom* e di *eccesso di indebitamento* in diversi paesi emergenti ; nel par. 4 si cerca quindi di riproporre la teoria della *deflazione da debiti* di Fisher nel contesto attuale e di sostenere la rilevanza di tale approccio per una più completa comprensione delle crisi finanziarie; nel par. 5 si traggono le conclusioni.

2. Irving Fisher e la debt-deflation school

Come è stato anticipato nella premessa, la teoria della deflazione da debiti nasce nel tentativo di trovare una spiegazione agli effetti di *persistenza*, di *propagazione* e di *contagio* che, negli anni trenta, avevano progressivamente condotto al tracollo economico-finanziario numerosi paesi industrializzati.

sono fondati sulla incompatibilità tra obiettivi macroeconomici interni ed esterni, in regime di cambi fissi. Qualora le autorità di politica economica desiderino perseguire politiche più espansive, a causa della natura forward looking dei mercati valutari, può sorgere un attacco speculativo che determina a sua volta l'abbandono del "peg" del cambio. Più recentemente sono sorti approcci cosiddetti di "terza generazione" (cfr. Corsetti-Pesenti-Roubini , 1998 a,b) i quali enfatizzano gli aspetti di *crony capitalism* e *moral hazard* (ex-ante) che avrebbero indotto molte banche e istituzioni finanziarie dei paesi emergenti a concedere prestiti eccessivamente rischiosi nella certezza che le autorità di politica economica sarebbero comunque intervenute, in caso di crisi di liquidità o di insolvenza, con veri e propri salvataggi. Questi ultimi approcci, pur avendo posto correttamente al centro dell'analisi il ruolo svolto dal sistema finanziario, sembrano ignorare l'approccio della *debt deflation school* e quindi la possibilità che le crisi finanziarie possano sorgere in modo del tutto endogeno e a prescindere dall'azzardo morale *ex-ante* (cfr. Sau, 2003a).

Di fronte al silenzio di molti economisti³ (che continuavano ad avere una incrollabile fiducia nelle forze “stabilizzanti” del mercato e a credere nella neutralità della sfera finanziaria su quella reale dell’economia) il contributo di Irving Fisher risultò essere del tutto innovativo e, forse anche per questa ragione,⁴ incontrò forti resistenze nella comunità scientifica che lo condannarono ad un relativo isolamento.⁵

La teoria della deflazione da debiti può essere sintetizzata considerando i nove stadi richiamati da Fisher stesso (1933; p. 341-342) che costituiscono la catena causale del processo che conduce progressivamente alla crisi economico-finanziaria. L’assunzione di fondo da cui Fisher parte ai fini dell’analisi riguarda la presenza, in un dato periodo, di un situazione di *eccesso di indebitamento*.⁶ In tale contesto qualsiasi shock nello “stato di fiducia” dei creditori, dei debitori o di entrambi conduce: (1) alla liquidazione dei debiti attraverso la svendita di beni; (2) alla contrazione dei depositi, dato che i prestiti vengono ripagati, e ad una caduta nella velocità di circolazione della moneta, ne deriva (3) una caduta nel livello generale dei prezzi e quindi un aumento nell’onere del debito espresso in termini reali, (4) la diminuzione nel net worth⁷ delle imprese e i primi fallimenti; (5) la caduta dei profitti (6) il crollo dell’investimento, del reddito e della occupazione; (7) ulteriore peggioramento dello stato di fiducia;

³ Per una ricostruzione del dibattito sulla Grande Depressione si veda Brunner (1981).

⁴ Un’altra ragione è costituita dal fatto che Fisher (1929), poco prima della Grande Depressione, aveva rilasciato diverse dichiarazioni nelle quali rassicurava i risparmiatori circa l’andamento della Borsa e soprattutto circa l’assenza di sopravvalutazioni. Il tracollo finanziario che ne seguì, fece di lui un “cattivo profeta”, incrinò (seppur per un breve periodo) la sua credibilità di economista e gli causò non pochi problemi finanziari, dato che buona parte del suo patrimonio era allora investito in azioni (cfr. King, 1994; Pavanelli, 2001).

⁵ King (1994) sottolinea in particolare come ben tre recensioni apparse rispettivamente sull’*Economic Journal*, sull’*American Economic Review* e su *Economica* si dimostrarono molto critiche nei confronti del libro di Fisher, “*Booms and Depressions*” (1932) che può essere considerato, per molti versi, un’anticipazione della sua teoria della deflazione da debiti del 1933. Lo stesso Keynes, che era un ammiratore di Fisher e che considerava il vero pioniere della “riforma monetaria” (cfr. Skidelsky, 1996; p. 229), sembra del tutto ignorare sia il libro del 1932 che l’articolo del 1933: non ci sono infatti riferimenti a questi due contributi nei *Collected Writings*

⁶ Lo stato di generale *sovra-indebitamento* viene definito come “qualsiasi grado di indebitamento che aumenti oltre misura la probabilità di insolvenza” (Fisher, 1932, p. 9) e viene giustificato dal *boom* degli investimenti, indotto dalle innovazioni e dal progresso tecnico registrato all’inizio del secolo scorso (cfr. Pavanelli, 2001). Tuttavia, come si cercherà di mostrare in seguito, il processo che conduce all’*overborrowing* e all’*overlending* può essere spiegato come fenomeno del tutto *endogeno* grazie soprattutto ai contributi di Minsky (1984). Secondo Fisher inoltre (1933, p. 345) *l’eccesso di indebitamento* a) è sempre *relativo* alle altre grandezze macroeconomiche (ricchezza, reddito nazionale, offerta di oro ecc..) e b) non è una mera grandezza unidimensionale...bisogna quindi tener conto della distribuzione nel tempo delle somme dovute...pertanto le difficoltà sono maggiori per i debiti a “vista” e per le scadenze a breve termine.

(8) tesoreggiamento e ulteriore diminuzione nella velocità di circolazione della moneta; questi otto effetti causano (9) complesse alterazioni nei tassi di interesse, in particolare una diminuzione del tasso di interesse nominale ed aumento di quello reale.

Per Irving Fisher, gli effetti di *persistenza* sulle variabili reali (investimento, reddito ed occupazione) e di *propagazione* hanno quindi, come causa scatenante, la deflazione dei prezzi. Nell'articolo del 1933, egli mostra come l'aumento nell'onere del debito in termini reali abbia spinto il sistema economico verso una crisi finanziaria sistemica. In assenza di adeguati interventi di politica economica,⁸ il processo appena descritto è stato infatti in grado di innescare una spirale recessiva che si auto-alimentava, provocando diffusi fallimenti e il collasso economico-finanziario.

La crisi del '29-33 si diffuse a livello internazionale (cfr. Kindleberger, 1978; Bordo, 1985; Eichengreen, 1992) soprattutto a causa del regime di *gold standard*, anche se i *link portfolios* tra le banche e le istituzioni finanziarie e l'arbitraggio sui beni e sui titoli rivestirono altrettanta importanza. Quanto al primo aspetto, la caduta nell'offerta di moneta che si registrò negli USA, a seguito della crisi finanziaria, provocò la riduzione del reddito e dei prezzi spingendo verso l'aumento nei tassi di interesse; ciò favorì, a sua volta, un deflusso di oro dagli altri paesi verso gli Stati Uniti, provocando una riduzione dell'offerta di moneta e quindi dell'attività economica anche in questi ultimi. Quanto invece ai *link portfolios* e all'arbitraggio sui beni e sui titoli, bisogna ricordare come la speculazione sulle esportazioni e sulle importazioni di particolari merci o su particolari titoli, abbia creato un legame diretto tra i diversi paesi e le diverse istituzioni finanziarie favorendo l'*overtrading* e aumentando la fragilità del sistema finanziario e bancario.

Nel corso degli anni, la teoria della *deflazione da debiti*, sopra richiamata, è stata però soggetta a diverse critiche che possono essere sintetizzate sulla base di due osservazioni:

a) la caduta nel livello generale dei prezzi può avere effetti del tutto contenuti poichè determina una semplice *redistribuzione* nella ricchezza dai

⁷Il *net worth* è dato essenzialmente dalla differenza tra le attività (finanziarie e reali) e le passività.

⁸Fisher auspica anche specifici interventi di politica monetaria atti a contrastare gli effetti della deflazione da debiti (cfr. Pavanelli, 1997 e 2001); ciò esula però, per motivi di spazio, dagli obiettivi di questo lavoro.

debitori ai creditori; qualora le decisioni di questi ultimi siano in grado di provocare un aumento della domanda aggregata (attraverso un aumento nei consumi e/o negli investimenti) il processo descritto sopra si arresta, grazie all'azione dell'*effetto Pigou*.

b) dagli anni trenta non si assiste alla caduta generalizzata nel livello dei prezzi⁹ (in particolare dei beni di consumo), ne deriva che il processo di deflazione è del tutto raro e quindi di scarsa rilevanza teorica e pratica.

Contro queste critiche si possono muovere tuttavia alcune osservazioni. Quanto al primo punto (cfr. a), Tobin (1980) nel celebre capitolo dal titolo "*Real balance effects reconsidered*" ha mostrato come, se la propensione marginale alla spesa dei debitori (costituiti principalmente dagli imprenditori e dalle famiglie) è, come è ragionevole, maggiore di quella dei creditori *l'effetto Fisher* può prevalere sull'*effetto Pigou*¹⁰ e la caduta dei prezzi può non essere affatto stabilizzante. A ciò si deve poi aggiungere che se i debitori falliscono, come avviene nel corso di una deflazione da debiti, i creditori si trovano a dover sopportare grosse perdite legate al recupero dei crediti e a causa dello stato di diffusa insolvenza. Ciò spinge ancora una volta, ad una diminuzione, anziché ad un aumento, della domanda aggregata (Tobin, 1993) e provoca quindi una diminuzione del reddito e della occupazione¹¹.

Quanto al secondo aspetto (cfr.b), si può osservare come gli effetti di *persistenza* considerati sopra possono verificarsi anche in assenza di una contemporanea diminuzione nel livello dei prezzi dei beni di consumo e dei beni capitali; basta infatti che il processo di deflazione investa il *prezzo delle azioni* e degli *assets* e ciò non è affatto un caso raro o isolato nella storia economica sia dell' 800 che del 900 (Arestis-Karakitsos, 2003)¹². A tale proposito Keynes, già

⁹Anche se, proprio nel periodo attuale, vi sono fondati timori che ciò possa verificarsi in diversi paesi (cfr. Wray, 2003; Rogoff, 2003).

¹⁰King (1994) costruisce un modello con agenti (debitori e creditori) eterogenei circa la propensione alla spesa che gli consentono di riproporre i risultati di Fisher.

¹¹ Il processo deflazionistico considerato dalla *debt deflation school* produce quindi effetti sulle variabili reali soprattutto attraverso shocks di domanda. Contributi più recenti sottolineano invece l'importanza degli *shocks misti* di domanda e di offerta aggregata (dovuti principalmente all'innovazione tecnologica e all'aumento nella produttività) come fattori determinanti della deflazione (cfr. Rogoff, 2003).

¹²Al riguardo si possono ricordare: il tracollo del 1876-90 (associato allo scoppio della bolla speculativa legata alla introduzione delle ferrovie); la Grande Depressione del '29-33 (provocata dallo scoppio della bolla speculativa dovuta all'introduzione dell'elettricità e dell'automobile); i fenomeni deflazionistici di fine secolo che hanno caratterizzato soprattutto il Giappone ed il sud-est asiatico.

nel 1931, aveva mostrato gli effetti disastrosi provocati dalla caduta nel prezzo dei beni capitali sulle variabili reali, attraverso un peggioramento della struttura finanziaria delle banche e quindi un cambiamento nello “stato del credito”. Questi ultimi aspetti sono stati riconsiderati e sviluppati successivamente da Minsky (1975; 1982) che può essere considerato, come si è già detto, il pioniere della *debt deflation school*. Secondo quest’ultimo, ogniqualvolta le singole unità economiche, per far fronte agli impegni di pagamento, si trovino nella necessità di liquidare i beni capitali, si può verificare un crollo nel prezzo di realizzo di tali beni¹³ che può trasformare velocemente una situazione di illiquidità in diffusa insolvenza. Come osserva Wolfson (1996) la caduta nel prezzo degli *assets*, indotta da massicce vendite degli stessi, può produrre effetti del tutto analoghi a quelli causati da una riduzione nel livello generale dei prezzi e frustrare il tentativo stesso di rimborso,¹⁴ attraverso un aumento nell’onere del debito e una riduzione del “margine di garanzia”¹⁵ per il creditore¹⁶. Come si vedrà nel prossimo paragrafo il crollo nel prezzo dei beni capitali (terreni, fabbricati) e delle azioni che ha caratterizzato soprattutto il Giappone e il sud-est asiatico (cfr. IMF, 1998; 2002), ha provocato effetti di *persistenza* sulle variabili reali del tutto analoghi a quelli descritti dalla *debt deflation school*. Inoltre, Caskey e Fazzari (1989; 1992) hanno mostrato come l’aumento nell’onere del debito in termini reali si possa verificare tutte le volte in cui il tasso di inflazione effettivo è inferiore a quello atteso dai debitori nel momento in cui avevano sottoscritto il contratto di finanziamento.¹⁷

Tuttavia, pur mantenendo piena coerenza interna, la teoria della deflazione da debiti si dimostra incompleta per poter comprendere le crisi finanziarie correnti e deve pertanto essere ampliata (cfr. Arestis, 2001; Wolfson, 1999). In particolare

¹³Ciò avviene perchè non esiste un mercato secondario perfetto per questi beni. I beni capitali sono inoltre *firm-specific*: ciò li rende particolarmente illiquidi.

¹⁴ Cfr. citazione in epigrafe.

¹⁵I beni capitali costituiscono spesso i collaterali necessari per accedere ai finanziamenti bancari, un crollo nel loro valore accresce pertanto il costo di bancarotta che il creditore deve sopportare in caso di fallimento del debitore.

¹⁶ Kiyotaki e Moore (1997) hanno costruito un modello che riprende molte di queste considerazioni. Essi hanno infatti mostrato come una diminuzione nel valore dei collaterali possa avere effetti di persistenza sulle imprese che sono soggette a vincoli finanziari.

¹⁷ Ipotesi molto meno eroica di quella rappresentata da una caduta nel livello generale dei prezzi, basti infatti confrontare i tassi di inflazione presenti in diversi paesi negli anni '70 con quelli degli anni '80 e '90 (cfr. Tobin, 1980). Anche le politiche disinflazionistiche possono quindi causare costi reali in termini di diminuzione del reddito e della occupazione anche se di entità inferiore a quelli provocati da una deflazione (Rogoff, 2003).

essa deve essere riformulata in modo che si possa tener conto degli effetti che la progressiva integrazione dei mercati (*globalizzazione economico-finanziaria*) ha avuto sulla *fragilità* e *l'instabilità finanziaria* a livello sistemico. Il contesto internazionale si presenta infatti sostanzialmente diverso rispetto a quello che caratterizzava gli anni trenta dove i movimenti di capitali erano, come noto, di scarsa entità. Nei prossimi paragrafi si cercherà perciò di mostrare come l'estensione e l'ampliamento della teoria di Fisher consenta di considerare nuovi fattori che possono amplificare gli effetti di *persistenza*, *contagio* e *propagazione* considerati in precedenza.

3. Deregulation, boom e fragilità finanziaria

Nel corso degli anni novanta, grazie all'accettazione da parte di molti paesi del cosiddetto *Washington Consensus*,¹⁸ si è verificato un processo di forte liberalizzazione e integrazione che ha caratterizzato soprattutto i mercati finanziari.¹⁹

La deregulation finanziaria è stata, come si cercherà di argomentare, alla base *dell'eccesso di indebitamento* e del progressivo peggioramento della struttura finanziaria delle banche in molti paesi emergenti ed ha gettato le basi per le successive fasi di instabilità finanziaria e di crisi (cfr. Diaz-Alejandro, 1985 e Giannetti, 2000).²⁰ Ciò è stato particolarmente evidente, per esempio, nel caso del Sud-est asiatico²¹ dove il forte afflusso di capitali è stato intermediato soprattutto dalle aziende di credito, attraverso indebitamenti interbancari a breve termine e in valuta estera²². Più che l'elevato ammontare di capitali finanziari è

¹⁸Secondo Stiglitz (2002 p.53) i tre pilastri su cui si regge il Washington Consensus sono infatti l'austerità fiscale, la privatizzazione e la liberalizzazione dei mercati.

¹⁹ Sul processo di liberalizzazione finanziaria, si veda Fry (1997).

²⁰Come si è visto (cfr. nota 2) alcuni autori sottolineano invece l'importanza della corruzione *cum* azzardo morale, indotte dalla presenza di connivenza tra il potere politico e i banchieri e dall'esistenza di garanzie implicite di salvataggio in caso di fallimento (cfr. Corsetti et al., 1998 a,b).

²¹Lo stesso processo sembra essere alla base delle crisi del Cile (1982) e del Messico (1994-95).

²²Queste sembrano essere due caratteristiche fondamentali della struttura dell'indebitamento in molti paesi emergenti (Cile, Messico, Sud-Est asiatico ecc.). La giustificazione che viene comunemente data (cfr. Mishkin, 1996) è che l'esperienza di tassi di inflazione elevati e variabili in questi paesi, induce gli investitori internazionali (bancari e non) a preferire prestiti a breve termine e in valuta. In questo caso gli intermediari finanziari, soprattutto le banche, attuano sia un *maturity* che un *currency mismatch*.

stata però la velocità di afflusso degli stessi e l'elevato tasso di innovazione finanziaria che lo hanno caratterizzato, ad aver comportato un aumento nella fragilità finanziaria a livello sistemico. Le aziende di credito non solo non erano pronte a gestire il rischio legato al finanziamento di nuovi progetti di investimento, ma operavano all'interno di un sistema finanziario ancora poco sviluppato e regolamentato (cfr. Stiglitz, 2002).

L'elevata innovazione finanziaria, registrata nel corso degli ultimi anni, ha consentito infatti agli intermediari dei paesi industrializzati ed emergenti di gestire, per conto dei propri clienti, complesse transazioni finanziarie (cfr. Clementi, 2001) riferite a titoli di debito ampiamente cartolarizzate e a titoli azionari, oltre che a contratti finanziari derivati (options, futures, swaps) che presentano tuttavia un elevato grado di rischio. L'aumento dell'offerta di credito e di nuovi strumenti finanziari può però condurre, come è avvenuto sia nel caso del Giappone che delle "tigri asiatiche", alla riduzione dei tassi di interesse e spingere verso un progressivo aumento nei corsi azionari e nel prezzo dei beni capitali.²³In questo modo le imprese sembrano meglio capitalizzate e in grado di ottenere *ulteriore* finanziamento da parte degli intermediari finanziari. Questi ultimi, operando in un contesto con informazione imperfetta ed asimmetrica e con un elevato grado di concorrenza, sono disposti ad adeguare l'offerta di prestiti e possono spingere progressivamente l'economia verso il *boom*. Infatti, nonostante dal punto di vista microeconomico nessuna banca sia di dimensioni sufficienti per generare un boom nei prezzi dei beni capitali, questo può avvenire come risultato dell'azione perfettamente razionale²⁴e massimizzante da parte dei banchieri i quali, in un contesto con informazione imperfetta e asimmetrica "*hunt in herds*", cercano cioè di adeguarsi al comportamento degli altri relativamente alla concessione di prestiti, in quanto così facendo essi avrebbero meno da perdere in termini di reputazione. Quindi, contrariamente a quanto sostenuto dai cosiddetti modelli di terza generazione di crisi finanziarie (Corsetti et. alt. 1998a,b),

²³ Per un approfondimento sul ruolo che l'innovazione finanziaria ha sul prezzo dei beni capitali si veda Minsky (1982 e 1984) e Schneider-Tornell (1998); per quanto riguarda invece il ruolo del credito sul valore dei collateral e delle azioni si rimanda rispettivamente ai lavori di Kiyotaki-Moore (1997) e di James (1987).

²⁴Questo avviene tutte le volte in cui gli operatori agiscono osservando il comportamento degli altri. Dato che l'opinione che si ha influenza le proprie decisioni e le decisioni sono "segnali" per altri soggetti, il miglioramento (o il peggioramento) nello "stato di fiducia" può estendersi con maggiore o minore velocità a tutto il sistema e favorire il boom (o la deflazione creditizia).

l'eccessiva creazione di credito può non trovare la sua origine nell'azzardo morale (*ex-ante*), ma piuttosto nel diffondersi di un "effetto gregge" tra gli intermediari (cfr. Banerjee (1992); Bikhchandani ed al. (1998); Sau, 2003a).

Questo processo conduce ad un aumento nella domanda aggregata e può favorire un aumento non anticipato nel livello dei prezzi. Infatti poiché l'espansione del credito determina un aumento nel prezzo dei beni capitali e delle azioni, attraverso l'effetto ricchezza è plausibile assumere che aumenterà anche la domanda di beni di consumo. L'afflusso di capitali, considerato in precedenza, unitamente all'aumento nel livello generale dei prezzi comporta una riduzione nell'onere del debito espresso in valuta estera attraverso una rivalutazione del cambio reale²⁵. Quest'ultimo favorisce, a sua volta, l'aumento dell'investimento e della produzione finanziati con prestiti rafforzando la "*spirale pro-ciclica*" descritta sopra e provocando un *ulteriore* aumento nel grado di indebitamento e quindi nella fragilità finanziaria complessiva²⁶. Secondo questa analisi, la deregulation finanziaria dettata dal *Washington Consensus* ha accresciuto dunque la possibilità che possa sorgere, in modo del tutto endogeno, un *eccesso di indebitamento* e quindi l'eventualità che si verifichino fenomeni deflazionistici.

4. La deflazione da debiti e la diffusione a livello internazionale delle crisi finanziarie

Nel paragrafo precedente si è visto come *l'eccesso di indebitamento* possa comportare un progressivo peggioramento della struttura finanziaria in quanto il sistema bancario si trova ad assorbire un rischio crescente. Quest'ultimo può spingere, nelle fasi successive del *boom*, ad un aumento nel costo del finanziamento o addirittura ad un vero e proprio razionamento del credito e provocare l'inversione del punto di svolta superiore del ciclo economico-finanziario.

²⁵ Inteso come rapporto tra i prezzi esteri, espressi in valuta nazionale, ed i prezzi interni. Nel caso dei paesi asiatici, la rivalutazione del cambio reale ha caratterizzato il periodo che va del 1995 alla prima metà del 1997, quello cioè antecedente alla crisi finanziaria (cfr. FMI, 1998; Krugman, 1999).

²⁶ Sul concetto di fragilità finanziaria si veda Vercelli (2001).

Nel caso dei paesi emergenti, in particolare, il peggioramento nella struttura finanziaria delle banche può provocare effetti rilevanti sulle variabili reali anche perchè può essere alla base di una possibile crisi valutaria. In presenza di fragilità finanziaria nel settore bancario le Banche Centrali dei paesi emergenti sono infatti del tutto impotenti di fronte ad un attacco speculativo. Qualsiasi aumento nei tassi di interesse, volto a sostenere il cambio, provoca infatti un ulteriore peggioramento nella struttura finanziaria a causa sia del *maturity mismatch*²⁷ che della *selezione avversa* (cfr. Sau, 2003b). Quando gli investitori internazionali si rendono conto dell'impossibilità, da parte delle autorità di politica economica, di difendere le monete nazionali si può materializzare l'attacco speculativo con forti svalutazioni.²⁸ Ciò, a sua volta, può far peggiorare ulteriormente la struttura finanziaria delle banche e degli intermediari finanziari a causa del *currency mismatch*, spingendole verso l'illiquidità. Le aziende di credito saranno perciò costrette ad aumentare i tassi di interesse e a ridurre l'ammontare dei prestiti concessi²⁹. L'aumento nel costo del credito provocherà una diminuzione nel prezzo dei beni capitali e delle azioni, mentre il razionamento del credito causerà, attraverso il moltiplicatore, una diminuzione dei depositi. Come Fisher ha mostrato nel suo lavoro del '33, la diminuzione di questi ultimi e della velocità di circolazione della moneta provoca una diminuzione nel livello generale dei prezzi: ne seguirà un aumento nell'onere del debito e quindi una diminuzione nel *net worth* delle imprese. Il crollo nelle fonti di finanziamento sia esterne (riduzione nell'offerta di credito) che interne conduce, progressivamente, ad una situazione di *financial distress* che può indurre le imprese stesse a liquidare i beni capitali, rafforzando in questo modo il processo deflazionistico già in atto. La deflazione dei prezzi interni,³⁰ in presenza di svalutazione nel cambio

²⁷Ciò si verifica in quanto il passivo bancario è a breve o brevissimo termine, mentre l'attivo è a medio o lungo termine. Un aumento nei tassi di interesse, causando una diminuzione nel valore attuale dell'attivo, condurrebbe ad un peggioramento nella struttura finanziaria delle banche.

²⁸L'analisi di Kaminsky e Reinhart (1999) mostra come le crisi bancarie precedano il crollo delle valute e come queste provochino, a loro volta, un ulteriore peggioramento della struttura finanziaria del settore bancario, generando un vero e proprio circolo vizioso.

²⁹L'aumento nel "rischio del creditore", dovuto al crescente indebitamento delle imprese durante la fase di boom, determina quindi un peggioramento nelle condizioni di finanziamento (o ri-finanziamento) che danno luogo sia a costi aggiuntivi che a veri e propri vincoli di disponibilità nell'offerta di fondi: tutto ciò spinge verso una progressiva diminuzione dell'investimento aggregato e quindi del reddito.

³⁰L'effetto ricchezza (che amplifica la *spirale pro-ciclica*) opera in questo caso in direzione opposta rispetto alla fase di boom, conducendo alla diminuzione della domanda aggregata e, plausibilmente, alla diminuzione non anticipata nel livello generale dei prezzi.

nominale, determinerà anche una svalutazione del cambio reale che amplificherà ulteriormente l'onere del debito e causerà i primi fallimenti.

I beni capitali e il *net worth* costituiscono spesso, come si è già detto, i collaterali necessari per ottenere finanziamenti bancari, un crollo nel valore di queste attività determina un *ulteriore* peggioramento nella struttura finanziaria delle banche (attraverso un peggioramento nell'attivo bancario) e la possibilità che situazioni di bancarotta investano anche gli intermediari finanziari. Questi fenomeni possono causare, a loro volta, la perdita di fiducia degli investitori stranieri e aprire la strada al *panico* bancario. La presenza di informazione imperfetta e asimmetrica tra detti investitori e le aziende di credito dei paesi emergenti possono infatti provocare una corsa al rimborso dei prestiti (cfr. Mendoza-Smith, 2002) anche nei confronti di istituzioni finanziarie che sono ancora solide e favorirne l'illiquidità e il fallimento. In assenza di un prestatore di ultima istanza³¹ questo processo conduce ad un vero e proprio collasso economico-finanziario, proprio come si è verificato negli anni trenta e più recentemente nel corso delle crisi di fine secolo che hanno colpito i paesi emergenti (Cfr. Radelet e Sachs, 1998).

A causa dell'elevato grado di integrazione, gli effetti di contagio e di propagazione si possono infatti verificare, non solo all'interno dei singoli paesi, ma anche all'esterno. La *globalizzazione finanziaria* accresce infatti l'importanza degli "spillovers informativi" e del cambiamento nello "stato di fiducia" da parte dei paesi creditori amplificando gli effetti di *contagio* a livello internazionale. Nel caso asiatico, per esempio, i primi fallimenti delle banche thailandesi sono stati interpretati come il segnale che l'intera area asiatica era in pericolo, ciò spinse molti a ritenere³² che fosse venuto il momento di chiedere il rimborso dei prestiti provocando una crisi sistemica *self-fulfilling*.

5. Conclusioni

³¹Nel caso dei paesi emergenti, data l'impotenza delle banche centrali nazionali, il prestatore di ultima istanza dovrebbe essere internazionale. Per un'analisi di questo problema e sulla necessità di una riforma del FMI in tal senso, si veda : Wolfson, (1999); Mishkin (1999) e Sau (2003b).

³²Ancora una volta l'herd behavior gioca un ruolo decisivo. Naturalmente tra le cause legate al fenomeno del contagio vi sono anche gli scambi commerciali che esistevano, per esempio, tra Thailandia e Malesia e viceversa; tuttavia questi legami economici non sono sufficienti per spiegare la gravità della crisi (cfr. Krugman, 1999).

Tra gli eventi più importanti della storia economica del '900, c'è sicuramente la Grande Depressione degli anni '30. L'analisi della deflazione da debiti di Irving Fisher costituisce l'approccio più significativo che sia stato fornito per comprendere gli effetti di *persistenza* e di *propagazione* che tale crisi ha provocato.

Questo lavoro ha riconsiderato criticamente l'approccio originario di Fisher, alla luce degli sviluppi successivi presenti in letteratura e avvalendosi soprattutto della cosiddetta *debt deflation school*. Si è poi cercato di espandere, in economia aperta, l'analisi della *debt deflation theory* per poter tener conto degli effetti provocati dal processo di progressiva integrazione che si è registrato tra i paesi sviluppati e i paesi cosiddetti emergenti, nel corso degli ultimi anni. Ciò ha condotto, come noto, ad una vera e propria *globalizzazione economico-finanziaria*, caratterizzata soprattutto da una elevata liberalizzazione e innovazione dei mercati finanziari che ha favorito l'afflusso di ingenti capitali (a breve o brevissimo termine) verso i paesi emergenti. Come si è cercato di argomentare la *deregulation* finanziaria ha provocato un *boom* e un *eccesso di indebitamento* che hanno gettato le basi proprio per la successiva fase di deflazione, provocando effetti ancora più dirimpenti rispetto a quelli descritti da Fisher settant'anni prima. Shock non anticipati nei tassi di cambio reali e l'estrema volatilità nei movimenti di capitali hanno infatti amplificato sia gli effetti di *persistenza* (attraverso un aumento nell'onere del debito espresso in valuta estera) che di *contagio* e di *propagazione* provocando fallimenti a catena di banche e di imprese (all'interno e all'esterno dei paesi considerati).

L'obiettivo di questo lavoro è stato quindi quello di mostrare come la *teoria della deflazione da debiti* di Fisher, integrata tenendo conto degli sviluppi che l'economia internazionale ha registrato nel corso del periodo corrente, offra ancora un solido punto di riferimento per studiare gli effetti prodotti dall'instabilità e dalle crisi finanziarie.

Bibliografia

Arestis P. (2001) "Recent Banking and Financial Crisis: Minsky versus the Financial Liberationists" in *Financial Fragility and Investment in the Capitalist*

Economy. The Economic Legacy of Hyman Minsky (a cura di Bellofiore R. - Ferri P.), Cheltenham, Elgar

Arestis P.- Karakitsos E. (2003) “ Asset and Debt Deflation in The United States-How Far Can Equity Prices Fall?” Public Policy Brief N. 73, Levy Economic Institute of Bard College, New York.

Banerjee, Abhijit V. (1992) “A Simple Model of Herd Behavior”, Quarterly Journal of Economics, pp 797-817.

Bellofiore R.- Ferri P. (2001) “Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy. The Economic Legacy of Hyman Minsky, (a cura di) Cheltenham Elgar.

Bernanke B.- Gertler M. (1990) “ Financial Fragility and Economic Performance” The Quarterly Journal of Economics, pp. 87-114.

Bikhchandani, S. - Hirshleifer D. - Welch I. (1998) “Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 12, No. 3, pp.548-565.

Bordo M. (1985) “Effetti e diffusione internazionale delle crisi finanziarie: l’esperienza del periodo 1870-1933”, Rivista di Storia Economica, vol.2, 295-322.

Brunner K. (1981) “The Great Depression Revisited”, Boston MA, Martinus Nijhoff.

Caskey J. – Fazzari S. (1989) “ Debt Commitments and Aggregate Demand: A Critique of the Neoclassical Synthesis and Policy”, in W. Semmler ed. Financial Dynamics and Business Cycles, New York: M.E. Sharpe, 1989, pp. 188-202.

Caskey J. – Fazzari S. (1992) “ Debt, Price Flexibility, and Aggregate Stability”, Revue Economie Politique, vol. 102, n. 4, pp. 4-27.

Clementi D. (2001) “Recent Developments in Securities Markets and the Implications for Financial Stability”, <http://www.bis.org/review.htm>.

Corsetti G. - Pesenti P. - Roubini N. (1998 a) “What caused the Asian currency and financial crisis ?” Part. 1 *A macroeconomic overview* e Part. 2 *The policy debate* , NBER W.P.

Corsetti G. - Pesenti P. - Roubini N. (1998 b) “Papers tigers? A model of the Asian Crisis”, NBER W.P.

Diaz-Alejandro C. (1985) “Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash”, Journal of Development Economics, vol. 19 pp. 1-24.

Eichengreen B. (1992) “Golden fetters: the gold standard and the Great Depression, 1919-1939- Oxford University Press

Economist (The) (2002) “Debt and deflation. Till debt us do part. The deadly cocktail of high borrowing and falling prices”, 10 Ottobre

Fisher I. (1929) “Fisher Doubts Market Crash”, New York Times, sept. 6th.

Fisher I. (1932) “Booms and Depressions” New York, Adelphi

Fisher I. (1933) “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, vol. 1, pp. 337-57.

Flood R.P.- Garber P.M. (1984) “Collapsing Exchange Rate Regimes: some linear examples”, *Journal of International Economics*, vol 17 pp. 1-13.

Fry M.J. (1997) “In Defence of Financial Liberalisation”, *Economic Journal*, vol. 107, pp. 754-70.

Giannetti M. (2000) “Banking System, International Investors and Central Bank Policy in Emerging Markets”, *Banca D’Italia, Temi di Discussione*, N. 369

International Monetary Fund (1998) *World Economic Outlook, Interim Assessment*, Washington

International Monetary Fund (2002) *World Economic Outlook, Interim Assessment*, Washington

James C.(1987) “Some Evidence On the Uniquess of Bank Loans”, *Journal of Financial Economics*, vol. XIX, pp 217-35.

Kaminsky, G. – Reinhart C. (1999) “The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems” *American Economic Review*, vol. 89, n. 3, pp. 473-500.

Keynes J.M. (1931) “The Consequences to the Banks of the Collapse of Money Values”, *The Collected Writings*, vol. IX, pp. 150-58 Cambridge University Press.

Keynes J. M. (1936) “The General Theory of Employment, Interest and Money” Londra Mcmillan.

Kindleberger C. (1978) “Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises”, New York Basic Books.

King M. (1994) “Debt Deflation: Theory and Evidence” *European Economic Review*, pp. 419-445

Kiyotaki N. - Moore J. (1997) “Credit Cycles”, *Journal of Political Economy*, vol. 105, n. 2 pp. 211-246

Krugman P. (1979) “A Theory of Balance of Payment Crisis”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol XVII pp. 1-13.

Krugman P. (1999) “Il Ritorno dell’Economia della Depressione”, Ed. Garzanti.

Mendoza E.G. – Smith K.A. (2002) “Margin Calls, Trading Costs, and Asset Prices in Emerging Markets: The Financial Mechanics of the ‘Sudden Stop’ Phenomenon” NBER Working Paper N. 9286.

Minsky H. (1975) “J.M. Keynes”, Columbia University Press, New York.

Minsky H. (1982) “Debt deflation processes in today’s institutional environment”, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, dicembre.

Minsky H. P. (1984) “Potrebbe ripetersi?”, Instabilità e finanza dopo la crisi del 29. , Einaudi, Torino.

Minsky H.P. (1986) “Stabilizing an Unstable Economy”, New Haven, Yale University Press.

Mishkin F. (1991) “Anatomy of a Financial Crisis”, NBER W.P. No. 3934

Mishkin F. (1996) “Understanding Financial crisis: A Developing Country Perspective” NBER W.P. No. 5600.

Mishkin F. (1999) “Lessons from the Asian Crisis”, NBER W.P. No. 7102

Obstfeld M. (1986) “Rational and Self-fulfilling Balance of Payments Crisis”, American Economic Review, vol 76, pp 72-81.

Pavanelli G. (1997) “Il problema della stabilizzazione nel pensiero di Irving Fisher”, Rivista Internazionale di Scienze Sociali, pp. 49-84.

Pavanelli G. (2001) “The Great Depression in Irving Fisher Thought”, Quaderni del Dipartimento di Scienze Economiche e Finanziarie “G. Prato”, Università degli Studi di Torino, N. 57

Radelet S. - Sachs J. (1998) “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, NBER W.P. No. 6680

Rogoff K. (2003) “Deflation: determinants, risks and policy options” - Findings of an Interdepartmental task force, International Monetary Fund, April 2003.

Sau L. (2003a) “Banking, Information and Financial Instability in Asia” Journal of Post Keynesian Economics, spring, pp. 493-513.

Sau L. (2003b) “La Fragilità Finanziaria dei Paesi Emergenti e il Ruolo di un Prestatore di Ultima Istanza Internazionale”, Quaderni di ricerca SEMEQ, N. 71.

Schneider M. - Tornell A. (1998) “Lending booms and assets price inflation”, Harvard University, mimeo.

Skidelsky R. (1996) “John Maynard Keynes”, Bollati Boringhieri, Torino.

Stiglitz J. (2002) “La Globalizzazione e i suoi Oppositori”, Einaudi, Torino.

Tobin J. (1980) "Asset Accumulation and Economic Activity", Oxford Blackwell.

Tobin J. (1993) "Price Flexibility and Output Stability: An old Keynesian View", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 7 n. 1, winter pp. 45-65.

Vercelli A. (2001) "Minsky, Keynes and the Structural Instability of a Sophisticated Monetary Economy", in Bellofiore R - Ferri P. (a cura di) *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy. The Economic Legacy of Hyman Minsky*, Cheltenham, Elgar.

Wolfson, M.A. (1996) "Irving Fisher's Debt-deflation Theory: its Relevance to Current Conditions", *Cambridge Journal of Economics*, pp. 315-33.

Wolfson M.A. (1999) "The Asian Financial Crises: A New Phenomenon?", *Levy Economic Institute, Conference Proceedings on Structure, Instability and the World Economy*, April 21-23.

Wray R.L. (2003) "Deflation Worries", *Policy Note N. 5*, *Levy Economic Institute of Bard College*, New York.