



Le precedenti puntate sono apparse il 13.2.2002, il 20.2.2002, il 3.4.2002, il 17.4.2002, l'8.5.2002, il 22.5.2002, il 5.6.2002, il 19.6.2002, il 26.6.2002, il 10.7.2002, il 25.9.2002, e il 23.10.2002.

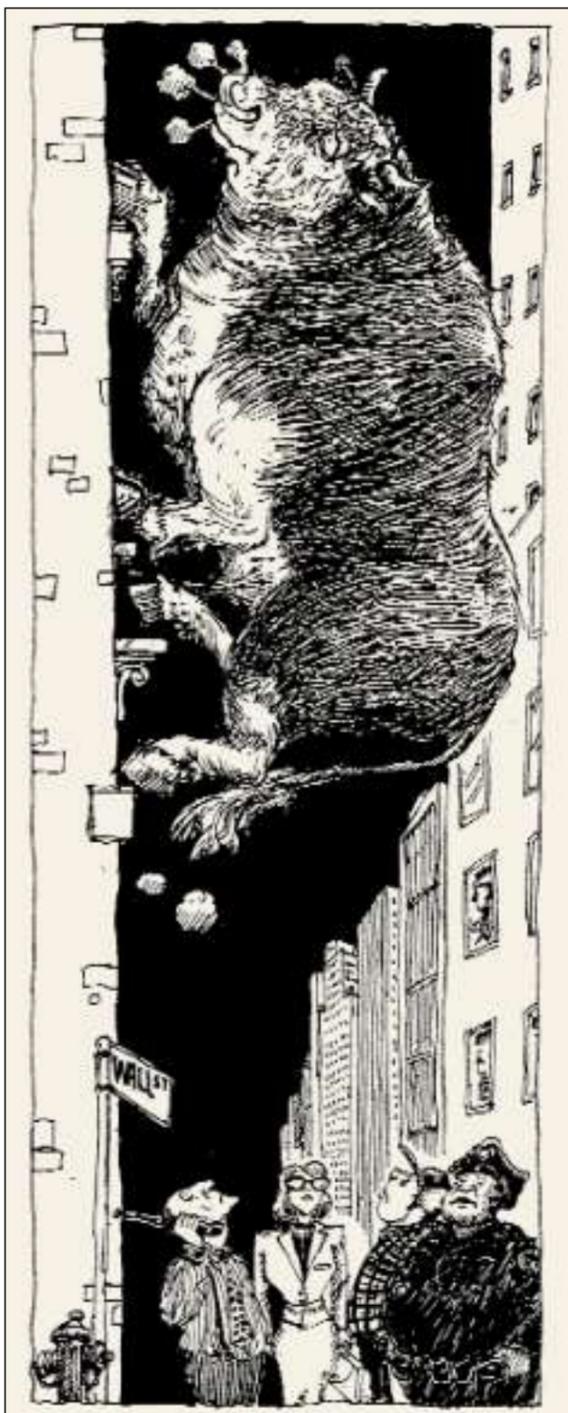
La teoria monetaria del ciclo di Hawtrey - l'ultima teoria pubblicata prima della guerra del 1914-18 - è basata sull'intrinseca instabilità del meccanismo creditizio

fetto in tal senso solo tramite i loro effetti sulla situazione monetaria.

L'instabilità dell'equilibrio

Il primo passo compiuto da Hawtrey consiste nel mostrare come disturbi nel sistema monetario diano luogo a conseguenze cumulative, mentre ciò non accade per cambiamenti nella domanda o nell'offerta di merci. Ciò gli permette di argomentare che la causa del ciclo deve risiedere nel settore della moneta anziché in quello reale.

Sul sito web <http://www.datacomm.ch/azione> si trovano riferimenti e approfondimenti relativi a questo articolo, link ad altre pagine web sull'argomento, e gli articoli precedenti di questa serie.



NELLE FOTO: in alto Ralph Hawtrey; accanto: a proposito di instabilità ecco quella paventata nel 1993 per un Toro precipitato al punto di partenza in questi ultimi mesi.

# Ralph Hawtrey e l'intrinseca instabilità del credito

Daniele Besomi

La teoria del ciclo proposta da Ralph Hawtrey in *Good and bad trade* (1913) e ripresa in numerosi scritti successivi senza cambiamenti sostanziali è abitualmente citata come esempio di pura teoria monetaria: Hawtrey sostiene infatti che cause relative al funzionamento dei mercati monetari e creditizi sono sufficienti e necessarie a spiegare le fluttuazioni economiche, e che altre cause possono esercitare un ef-

La prima parte del ragionamento si basa sulla necessità che le banche mantengano una certa riserva di moneta rispetto alla quantità di crediti emessi: se, ad esempio, le richieste di contante dei propri clienti aumentano la banca deve restringere la concessione o il rinnovo dei crediti, cosa che fa innalzando il tasso di interesse. Esaminiamo le conseguenze di una diminuzione della moneta in circolazione a partire da uno stato stazionario. Gli individui riaggiusteranno la proporzione di denaro che detengono in forma contante, prelevando dai propri conti bancari. Le banche devono dunque ribilanciare le proprie riserve, e aumentano il tasso di interesse con lo scopo di scoraggiare le domande di credito. Ciò ha due conseguenze. I produttori vedono aumentare i propri costi, e per compensare aumentano i prezzi; questo processo è tuttavia lungo, e l'incremento dei prezzi è probabilmente contenuto. Diversa è la situazione dei commercianti: i costi legati al mantenimento delle riserve di merci in magazzino sono molto sensibili a variazioni nel tasso di interesse, così che un aumento di questi ultimi li induce a ridurre le scorte; ma questo si traduce in cali nelle ordinazioni ai produttori, e in una conseguente diminuzione dei prezzi al fine di stimolare la domanda. Poiché nel frattempo le banche hanno ridotto il credito, la somma totale di moneta e di potere d'acquisto a disposizione del pubblico (circolante + credito) è ulteriormente ridotta.

La domanda complessiva, quindi, non solo non aumenta, ma diminuisce. Le merci rimangono invendute, e le scorte di magazzino si accumulano. Dunque il tentativo di ridurre le scorte non produce il risultato sperato, ma dà luogo a un continuo movimento di riduzione dei prezzi (che a sua volta induce a ridurre ulteriormente le scorte) e della produzione e, per le medesime ragioni viste in precedenza, dei salari e dell'occupazione. Questo processo si arresta solo quando i banchieri vedono le riserve (che crescono in seguito alla minor necessità di denaro circolante in un'economia che funziona a ritmo e volume ridotto) tornare ad una proporzione adeguata rispetto all'indebitamento. A quel punto i tassi di interesse possono essere ridotti di nuovo. L'azione dei banchieri per ripristinare le proprie riserve porta dunque a conseguenze molto amplificate rispetto alla dimensione del

disturbo originale.

Per quanto riguarda le conseguenze di un cambiamento nelle condizioni della produzione e del consumo di un settore, Hawtrey mostra che esse non possono dar luogo a oscillazioni generalizzate sostenendo che diminuzioni della produzione in un settore liberano potere d'acquisto che comporta un'accresciuta domanda per altri settori, così che non possono manifestarsi le condizioni di una depressione generale.

Il ciclo

Il primo risultato raggiunto da Hawtrey è dunque che un *improvviso* disturbo monetario ad uno stato di equilibrio genera, in seguito ai tentativi di correzione da parte dei banchieri e ai ritardi di reazione che li inducono a valutazioni erronee dei risultati dei propri interventi, un movimento che si amplifica fino a quando finalmente il tasso di interesse viene fissato al livello corrispondente del saggio di profitto; se non sopraggiungono altri mutamenti, il sistema si assesta su un nuovo stato di equilibrio. I cambiamenti, tuttavia, non avvengono in modo improvviso ma graduale e continuo, né si può postulare che il sistema si trovi in uno stato stazionario: «lo stato degli affari non è mai normale. In tempi mediamente prosperi è sempre o in fase di ascesa o in fase di discesa; quando cessa di migliorare è sull'orlo del collasso, quando cessa di peggiorare sta già iniziando a riprendersi».

Occorre pertanto assumere il fatto del ciclo come punto di partenza, e seguire l'intero processo nel suo svilupparsi graduale, a partire ad esempio da uno stato di crescita, in cui le banche creano credito innescando un processo inflattivo che, come si è visto, è cumulativo. Non appena alcune banche si accorgono di aver concesso crediti con eccessiva facilità e superato il rapporto che ritengono essere corretto tra depositi e riserve devono innalzare il tasso di interesse per aumentare queste ultime. Le banche che operavano al limite della sicurezza o oltre il limite sanno così di non poter più contare facilmente su prestiti da altre banche per ripristinare le loro riserve. Ciò induce a generalizzare i tentativi di recuperare i crediti, portando ad un ulteriore innalzamento del saggio di interesse. I commercianti, vedendo aumentare i loro costi di magazzino, riducono le scorte, diminuendo le ordinazioni. La produzione ristagna e i prezzi diminuiscono, dando ai commercianti ulteriori ragioni per ridurre le loro scorte. La richiesta di moneta per transazioni diminuisce al calare dei prezzi, ma non nella misura desiderata dai banchieri, in quanto per qualche tempo i salari rimangono alti. Solo quando questi iniziano a cadere i banchieri possono ripristinare pienamente le loro riserve e ridurre il saggio di interesse. Ma essendo finalmente diminuiti i salari, aumentano i profitti: è così facile che il saggio di interesse scenda sotto il sag-



gio di profitto, inducendo gli imprenditori a chiedere nuovi crediti, che i banchieri - avendo ormai ripristinato le riserve - sono pronti a concedere; nel frattempo i commercianti iniziano a ripristinare le loro scorte, innescando nuovamente il processo cumulativo di crescita.

La tendenza a fluttuare che risulta da questo meccanismo potrebbe anche essere poco marcata. Ma ogni errore dei banchieri tende ad essere amplificato dall'instabilità dell'equilibrio, e non sarà corretto fintanto che essi non rivedranno la propria posizione. Così «The extent and duration of the trade expansion [come pure della contrazione] will depend partly upon the bankers' opinion as to the volume of credit money they may prudently create».

Crisi e ciclo

L'andamento ciclico dei sistemi economici dipende dunque, secondo Hawtrey, dagli errori commessi dai banchieri nel valutare lo stato futuro delle disponibilità liquide a causa dei ritardi con cui il saggio di interesse è adeguato al cambiamento dei prezzi e con cui i salari reagiscono allo stato generale della produzione. Questi errori sono poi amplificati da meccanismi intrinseci al funzionamento del settore bancario e alle sue relazioni con produttori e mercanti nella creazione di moneta creditizia. Le fasi opposte del ciclo sono essenzialmente simmetriche e graduali nella loro successione. Hawtrey naturalmente riconosce l'esistenza e l'importanza delle crisi, ma ritiene che esse non costituiscano che un'esasperazione delle consuete oscillazioni cicliche: una crisi consiste in «an escape from inflation by way of widespread failures and bankruptcies instead of by a gradual reduction of credit money», ma «only differs in degree from an ordinary contraction of trade».

Le cause di questo eccesso risiedono nella sovraspeculazione che spesso, ma non necessariamente, caratterizza le fasi fi-

nali dell'ascesa. Sui mercati finanziari convergono le richieste di fondi per l'investimento provenienti dai produttori, i risparmi messi a disposizione dai percettori di reddito, e operatori specializzati in diverse operazioni riguardanti i titoli. Le fluttuazioni nella domanda di beni di consumo si ripercuotono sulla domanda di mezzi di produzione in modo molto amplificato. Questo fenomeno è spiegato da Hawtrey con riferimento al principio di accelerazione: l'investimento netto dipende non dal *livello* dei consumi ma dal loro *incremento*, con la correzione resa necessaria dal fatto che in prosperità gli impianti esistenti sono sfruttati al massimo mentre la depressione offre buone opportunità di rinnovare i macchinari.

I risparmi immessi sul mercato dei titoli contribuiscono a diminuire l'indebitamento dei produttori nei confronti delle banche. I risparmi provengono in buona parte dai profitti. Durante la fase prospera vi sono aspettative di profitto ottimistiche, e una massa di risparmi in cerca di investimento. Nel passaggio dalla fase di prosperità alla depressione, invece, i profitti si contraggono rapidamente, le aspettative di profitto ancora più rapidamente, e con esse i risparmi immessi sul mercato. Poiché allo stesso tempo le banche stanno cercando di recuperare i loro crediti, le imprese devono cercare sul mercato dei capitali il denaro necessario a rimborsare le banche. Ma pochi comperano, e corrispondentemente i titoli si deprezzano, in particolare quelli emessi più di recente. Se le banche insistono nell'esigere la riscossione dei crediti, possono seguire fallimenti a catena sul mercato dei titoli; le banche lo sanno, e cercano di dilazionare quanto più possibile quel momento, ma a volte sono loro stesse in condizioni di necessità, così che spesso alcune banche vanno a fondo seguendo il collasso delle borse. Poiché questo cancella di colpo la moneta creditizia da loro creata, l'intero processo si accelera ulteriormente.

(Continua)