

**UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
DI PADOVA**

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
“MARCO FANNO”**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA TREC
*CLASSE: L-18 – SCIENZE DELL'ECONOMIA E DELLA GESTIONE
AZIENDALE*

Eleonora Favero

**Ricostruzione e attualità dell'approccio teorico alle crisi finanziarie
di Hyman Minsky**
*Reconstruction and topicality of theoretical approach to the financial crises
of Hyman Minsky*

TESI DI LAUREA

Relatore: Professore Gianfranco Tusset

ANNO ACCADEMICO 2018-2019

INDICE

ABSTRACT	1
CAPITOLO I	2
RUOLO E FUNZIONAMENTO DEL SETTORE FINANZIARIO	3
MODELLO A DUE PREZZI	4
DETERMINAZIONE DEGLI INVESTIMENTI IN PRESENZA DI VINCOLI FINANZIARI	5
L'IPOTESI DI INSTABILITÀ FINANZIARIA E IL CICLO ECONOMICO	8
CAPITOLO II	11
OFFERTA DI MONETA ENDOGENA	11
TASSONOMIA DELLE POSIZIONI	14
FASI DELL'ANDAMENTO CICLICO	16
IL RUOLO DELLA POLITICA ECONOMICA	18
CAPITOLO III	22
COME SI È ARRIVATI AL CROLLO?	22
INTERROGATIVI E CONCLUSIONI	26
BIBLIOGRAFIA	28

ABSTRACT

Con la seguente, si cercherà di ricostruire quello che è stato il pensiero elaborato da Hyman Minsky (1919 – 1996) relativamente quei fenomeni che si presentano ripetutamente nella nostra economia, e che portano con sé effetti distruttivi conducendo a vere e proprie crisi finanziarie: le bolle speculative. Dopo un'introduzione che aiuti a comprendere il quadro generale, nel primo capitolo verranno presentate le basi sulle quali Minsky ha iniziato a sviluppare la sua ipotesi d'instabilità finanziaria, con la presa in esame del modello a due prezzi e del ruolo e dei meccanismi sottostanti gli investimenti, nel tentativo di capire il modo in cui tali bolle si creano, quali sono le condizioni che ne favoriscono la crescita e perché, poi, arrivano a scoppiare causando il crollo di un intero sistema. Nel secondo capitolo ci si focalizzerà sul ruolo della moneta e sul modo in cui la sua offerta venga determinata endogenamente al sistema, verrà presentata quella che viene definita classificazione delle posizioni, osservandone le caratteristiche e la loro diffusione nelle diverse fasi del ciclo, inoltre, si prenderanno in esame le soluzioni di politica economica proposte dallo stesso Minsky. Per concludere, nel terzo capitolo, si cercherà di ricostruire quelle che sono state le variabili chiave che hanno portato allo scoppio dell'ultima grande crisi nel 2007, incentrando l'analisi sui cambiamenti più significativi dell'economia americana avvenuti a partire dagli anni Sessanta del XX secolo; si analizzeranno le lacune presenti nell'approccio minskiano applicato al moderno capitalismo e quali delle sue previsioni si siano rivelate corrette e si siano concretizzate, considerando un suo adattamento e una comunque necessaria modernizzazione per meglio aiutare a spiegare l'economia capitalistica degli ultimi anni.

Tutto questo nel tentativo di dimostrare che tale approccio può essere considerato estremamente attuale, soprattutto alla luce del fatto che quello in cui viviamo può essere visto come un “nuovo” capitalismo che si è rivelato essere esposto a, e al contempo prodromo di, crisi finanziarie i cui effetti si riversano poi sull'economia reale.

CAPITOLO I

L'assunto di partenza è il fatto che l'economia capitalistica presenti una connaturata instabilità che ciclicamente porta al manifestarsi di crisi finanziarie. Non esiste, dunque, un equilibrio, ma solo momenti transitori di temporanea stabilità che subiscono un arresto causato dall'azione di forze endogene operanti nel sistema.

Si viene a determinare un andamento ciclico dell'economia dovuto, secondo Minsky, a tre elementi principali: incertezza, attività speculativa e complessità del sistema finanziario.

Cercando di porre le basi di tale ricostruzione si possono individuare le peculiarità, tra loro interrelate, sulle quali il pensiero e il lavoro di Minsky sono incentrati:

- la ripresa degli aspetti più innovativi del pensiero keynesiano, ovvero il ruolo fondamentale rivestito dai mercati finanziari, la funzione non neutrale della moneta, l'incertezza sistematica e la razionalità limitata che influenzano il processo decisionale, l'andamento ciclico del processo capitalistico – dovuto alle fluttuazioni negli investimenti privati influenzati a loro volta dai rapporti finanziari. Minsky estenderà poi il modello keynesiano includendo il “principio del rischio crescente” di Kalecki, sviluppando il modello a due prezzi.
- l'ipotesi di instabilità finanziaria, secondo la quale, dopo un certo periodo in cui si verifica una crescita tranquilla e il sistema finanziario è robusto e solido, la struttura delle passività di imprese e banche si avvia a presentare una forte fragilità. Il sistema economico sarà perciò più incline al verificarsi di crisi finanziarie, che in realtà scoppiano come conseguenza del normale funzionamento dell'economia capitalistica. Minsky sostiene che ogni fase del ciclo economico sia transitoria: lo sviluppo finanziario interno (al ciclo) conduce ad una transizione obbligatoria verso lo stadio successivo. L'evoluzione del ciclo capitalistico – dall'espansione allo scoppio, il collasso finanziario e il rischio di deflazione debitoria, che può condurre a una grande fase depressiva – è ancora una volta il risultato della natura monetaria del processo capitalistico al centro dell'approccio keynesiano. Quest'ultimo risulta tuttavia incompleto, in quanto non riesce a spiegare il motivo per il quale la stabilità risulti così destabilizzante. Minsky arriva, invece, alla conclusione che l'evoluzione capitalistica sia endogena e sia trainata dall'andamento delle variabili finanziarie.
- l'implicazione di politica economica che stabilisce che un intervento discrezionale adottato dal governo e/o dalle banche centrali possa mitigare l'instabilità del sistema, ponendo dei limiti (superiori ed inferiori) entro i quali il suo andamento dinamico viene vincolato. Il deficit nel

bilancio dello Stato e l'azione delle banche centrali, prestatori di ultima istanza e regolatori del sistema finanziario, aiutano a tenere sotto controllo la struttura delle passività e la loro incidenza sull'economia e potrebbero porre un freno all'andamento discendente dei profitti, che costituiscono la variabile chiave per la convalida del debito e il prezzo delle attività. Gli obiettivi che la politica economica si può porre non vengono qui esauriti, essa, infatti, potrebbe agire nel tentativo di mantenere la dinamicità dell'attività produttiva e la piena occupazione.

La soluzione che Minsky propone per circoscrivere o eliminare i difetti del capitalismo vede una coniugazione di intenti: una riqualificazione della spesa pubblica da un lato e una riforma profonda del sistema finanziario e bancario dall'altro.

Il suo approccio, utilizza un paradigma che presenta un'economia monetaria nella quale le istituzioni finanziarie presenti sono complesse e strutturate e il fine degli operatori è l'accumulazione di ricchezza (produzione di moneta a mezzo di moneta) mediante la speculazione, detenendo attività tendenzialmente illiquide – quello che Minsky definisce come l'assunzione di posizioni in *capital assets* (termine che va qui inteso come qualunque valore che non possa essere prontamente convertito in moneta e che sarà in grado di generare un rendimento in futuro) e che viene definito *paradigma di Wall Street*.

Si può procedere ora ad analizzare i singoli punti più nello specifico. In prima battuta si considereranno quindi il ruolo e il funzionamento del settore finanziario.

RUOLO E FUNZIONAMENTO DEL SETTORE FINANZIARIO

Si assuma che ogni unità economica (intesa come l'insieme di soggetti operanti nel sistema) detenga un proprio portafoglio – considerato come l'insieme di attività finanziarie e beni che possiede e di passività cui deve adempiere e che determineranno una certa struttura debitoria – relativamente al quale effettua delle scelte che ne modificano continuamente la composizione e quindi la situazione preesistente alla loro intrapresa. Va da sé dunque che se, come si vedrà in seguito, lo stato patrimoniale dei vari soggetti presenta posizioni complementari tra loro – cui a un credito corrisponde un debito, e il ciclo economico nella sua fase espansiva alimenta tale processo intensificando l'interrelazione esistente – le decisioni di un soggetto riguardanti il suo portafoglio non si rifletteranno soltanto sullo stesso, ma avranno conseguenze sull'intero sistema; è chiaro allora che, maggiore sono l'intensità e l'entità di tali relazioni, maggiore sarà l'impatto sull'economia, sia esso positivo (nella fase di prosperità con spinte propulsive che permettono al

ciclo di autoalimentarsi) o negativo (momento in cui tale espansione non sarà più sostenibile e si avrà lo scoppio della bolla e il collasso del sistema).

Fin d'ora è possibile osservare come l'accento venga posto sul sistema in condizioni di squilibrio e come entrino in conto considerazioni sulla presenza di vincoli finanziari.

Alla luce di tali considerazioni, si capisce come ci sia la necessità di considerare, non soltanto le interdipendenze strutturali, espressioni dei legami reali tra i diversi settori dell'economia, ma anche quelle derivanti da transazioni finanziarie che rivelano trasferimenti di attività finanziarie e fondi monetari. Quest'ultimo tipo di relazioni considerato, potrebbe mostrare effetti moltiplicativi sui mercati finanziari rivelando un'analogia col tradizionale moltiplicatore del reddito. L'entità di tali effetti sarà tendenzialmente proporzionale al grado di fragilità del sistema finanziario.

MODELLO A DUE PREZZI

Per capire come vengano a determinarsi la domanda e la produzione dei beni d'investimento, procediamo con l'analisi del modello a due prezzi.

Vi sono due prezzi a cui fare riferimento: il prezzo della produzione corrente e il prezzo dei capital assets. Il primo comprende, oltre all'insieme dei prezzi dei beni e servizi di consumo, anche quello dei beni d'investimento. I produttori di tali beni, sulla base delle proprie aspettative di breve periodo, stabiliranno un prezzo che gli consenta di recuperare i costi diretti di produzione – principalmente costituiti dal costo del lavoro più altri costi generali – detratti i quali si ottengono i profitti lordi. Saranno questi, al netto degli oneri sul debito e i pagamenti sui dividendi a determinare l'ammontare massimo di autofinanziamento possibile. Nel caso in cui l'impresa facesse ricorso a fonti esterne di finanziamento, il prezzo di offerta incorporerà il rischio del creditore, che come vedremo poi si traduce in variabili oggettive onerose per l'unità. Chiaro, dunque, che il prezzo aumenterà all'aumentare dell'indebitamento e del rischio, tuttavia un ruolo nella sua determinazione lo ricoprono anche le condizioni dei mercati monetari e finanziari e la preferenza per la liquidità.

Il prezzo dei capital assets, incide nel determinare il prezzo di domanda dei beni d'investimento. L'ammontare di quest'ultimo, che verrà trattato più approfonditamente nel prossimo paragrafo, viene a dipendere dal rapporto tra prezzo di domanda e di offerta dei nuovi beni capitale:

se prezzo di domanda (P_d) $\geq$ prezzo di offerta (P_s) sarà conveniente intraprendere l'investimento.

Il prezzo di domanda dipenderà prevalentemente dal prezzo di mercato dei capital assets riflesso sui titoli. Per Minsky, strumenti finanziari e beni capitali sono accomunati dal fatto che ambedue producono rendimenti monetari attesi in contropartita a uscite di cassa. Per determinare il valore

dei capital assets si ricorre all'attualizzazione dei rendimenti futuri, cosa che ne determinerà una dipendenza dalle aspettative. Il fattore di attualizzazione dipende però anche dal tasso di interesse e dal rischio calcolato sull'investimento. Pertanto, il prezzo di domanda dei beni d'investimento dovrà essere ridotto di un ammontare corrispondente al rischio del debitore. Questo secondo sistema dei prezzi presenta una maggiore instabilità rispetto quello della produzione corrente, in quanto, dipendendo dalle aspettative correnti sui flussi futuri può portare ad una rivalutazione delle aspettative di lungo periodo, e questa instabilità è dovuta al fatto che Minsky relazioni il prezzo di domanda dei nuovi beni capitali al prezzo dei titoli.

Il rapporto tra i due prezzi, quello della produzione corrente e dei capital assets è il prezzo relativo che esprime la convenienza o meno degli investimenti: vi saranno condizioni favorevoli ad investire se il prezzo della prima è inferiore rispetto al prezzo dei secondi. In caso contrario, le condizioni non saranno favorevoli agli investimenti. È quindi questo rapporto a determinare l'andamento degli investimenti. Nel momento in cui i prezzi si eguagliano – tenendo tuttavia presente la capacità di autofinanziamento, il rapporto d'indebitamento e lo stato del finanziamento di posizioni in capital assets – il processo d'investimento e di accumulazione subirà una battuta d'arresto.

Procedendo a considerare la non neutralità della moneta, in questo caso non unicamente mezzo di scambio o riserva di valore, questa viene considerata un vero e proprio mezzo di finanziamento. Alla luce di queste considerazioni – l'importanza che il settore finanziario e il ruolo che la moneta rivestono nel sistema e come questi vi incidano – si procederà con uno sguardo più approfondito.

DETERMINAZIONE DEGLI INVESTIMENTI IN PRESENZA DI VINCOLI FINANZIARI

In un sistema in cui è presente un meccanismo di prestiti vi sono due tipi di rischio: il rischio del mutuante/imprenditore, consistente nella possibilità che il suo investimento non produca il ritorno sperato – dal momento che dipende da un futuro incerto – rendendolo così incapace di saldare la propria posizione debitoria, e quello del prestatore, che si può concretizzare in un possibile inadempimento (del mutuante) causato dalla mancata realizzazione delle aspettative.

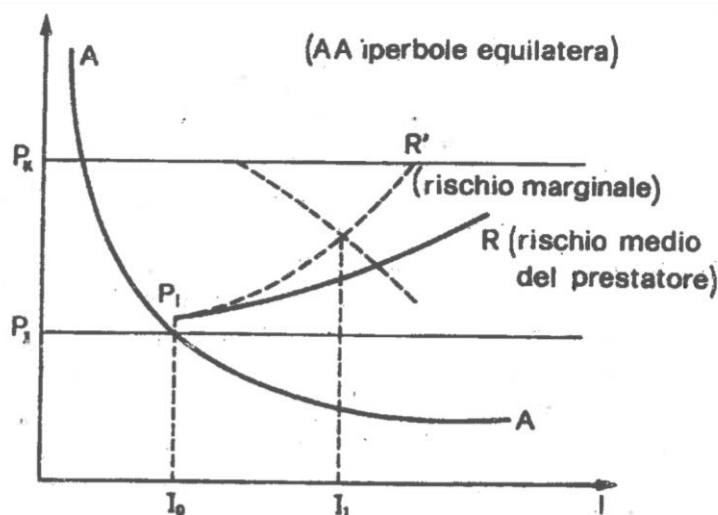


Figura 1 – Determinazione del livello di investimenti di un'impresa in relazione al costo del finanziamento.

Fonte: MARIO ARCELLI, 1996. *Economia e politica monetaria*. 5° ed. Italia: Dott. Antonio Milani.

Sia l'ammontare di autofinanziamento di un'unità pari ad A , e P_I il prezzo di offerta dei beni di investimento, rigido rispetto alla domanda. Sia P_K il prezzo di domanda dei beni d'investimento, decrescente al crescere degli investimenti.

$P_K > P_I$ è condizione necessaria affinché l'unità effettui l'investimento.

Il rischio medio e marginale sono espressi rispettivamente dalle curve R e R' , crescenti al crescere del rapporto di indebitamento. Teniamo presente che all'aumentare dell'indebitamento aumenta anche il rischio del prestatore, che verrà incorporato in un maggiore costo del finanziamento. In caso di aggravii finanziari, si verificherà quindi, un aumento degli interessi da pagare con conseguente restrizione nell'accesso al credito, restrizioni nei termini di restituzione del prestito che saranno pertanto meno flessibili. In generale, più il rischio del prestatore aumenta, più gravose saranno le condizioni riguardanti il prestito. Per l'impresa non sarà più conveniente ricorrere a fonti esterne di finanziamento.

Fino a I_0 l'impresa potrà fare ricorso unicamente all'autofinanziamento, oltre dovrà ricorrere a fonti esterne. La sua convenienza a ricorrere a queste ultime avrà fine nel punto in cui la P_I incorporante il rischio marginale del prestatore intersecherà la P_K , ovvero in corrispondenza di I_1 . Nel momento in cui non vi saranno più prestatori disposti a concedere finanziamenti tramite l'impiego dei propri fondi, perché il rischio percepito è troppo elevato o le condizioni di mercato non vengono ritenute favorevoli, l'impresa non avrà più possibilità di ricorrere a fonti di finanziamento esterne e la P_I diverrà verticale.

Già Keynes aveva osservato come nelle fasi espansive dell'economia il rischio dell'imprenditore e del prestatore risultassero inusitatamente molto bassi. I tassi pertanto, a loro volta bassi, renderanno accessibile il ricorso al credito incoraggiando l'indebitamento ed esponendo così l'economia a un elevato rischio e rendendola più fragile e vulnerabile. Inoltre, tale processo favorirà l'aumento dell'interdipendenza tra i diversi attori economici (causa i rapporti di credito/debito che vengono ad instaurarsi).

Si è visto fin qui come venga a determinarsi il livello di investimenti relativamente a un'unità; si procederà ora a condurre la stessa analisi ma a livello aggregato, in un contesto macroeconomico. In questo caso la P_I sarà inclinata positivamente in quanto il prezzo d'offerta dei beni d'investimento verrà influenzato dalla quantità richiesta dalle imprese complessivamente.

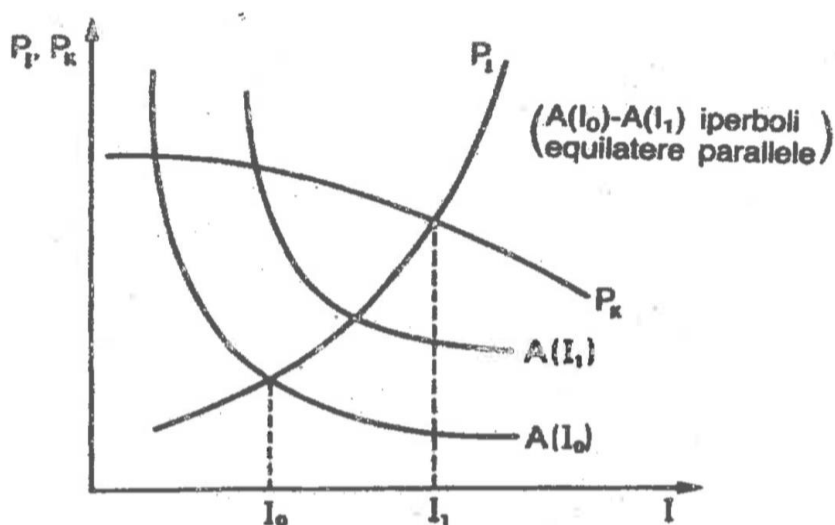


Figura 2 – Determinazione del livello degli investimenti in relazione al costo del finanziamento a livello aggregato

Fonte: MARIO ARCELLI, 1996. *Economia e politica monetaria*. 5° ed. Italia: Dott. Antonio Milani.

Ipotizzando che i piani di finanziamento degli investimenti siano stati basati sull'aspettativa di profitti futuri e che il reddito aggregato sia sufficiente a finanziare un investimento aggregato pari a I_0 , se i profitti vengono realizzati, le fonti esterne di finanziamento non saranno interamente sfruttate e ciò permetterà un'ulteriore espansione degli investimenti sorretta dai debiti. Tuttavia, ricordiamo che ciò comporta un'aggravio nelle posizioni debitorie delle unità e qualora si verificasse un'inversione di tendenza e le imprese fossero costrette ad aumentare la propria liquidità, a questo punto non ne sarebbero in grado e vedrebbero ridotta la loro capacità di autofinanziamento a causa dei minori investimenti; la loro situazione peggiorerà – non saranno in

grado di ristabilire il proprio equilibrio finanziario, riequilibrando il rapporto debito/fondi propri – e si verificherà una contrazione cumulativa.

Si osserva allora che in assenza di interventi riparatori delle autorità monetarie, i vincoli finanziari potrebbero diventare la causa di tale contrazione e si mette in luce come il ruolo della moneta sia determinante per il finanziamento del sistema economico.

Si capisce, a questo punto, come l'espansione di un'impresa sorretta da debiti sia molto rischiosa quando la probabilità che il debitore non ripaghi il debito è alta; se le conseguenze di una simile ipotesi vengono estese a un elevato numero di unità sistemiche, si comprende come ciò arrivi ad esporre l'intero sistema alla possibilità di un tracollo.

L'IPOTESI DI INSTABILITÀ FINANZIARIA E IL CICLO ECONOMICO

Si analizzerà ora, il modo in cui si determina l'andamento ciclico dell'economia adottando la visione elaborata da Minsky.

Secondo l'ipotesi di instabilità finanziaria (FIH) da lui elaborata, un periodo di crescita tranquilla caratterizzato da benessere e prosperità, in un'economia capitalistica come la nostra, porta ad un cambiamento nei flussi di cassa generati dagli operatori e di conseguenza, fa mutare anche le relazioni esistenti tra lo stato patrimoniale di questi ultimi – che ricordiamo essere fortemente interdipendenti gli uni dagli altri – rendendo l'economia più permeabile a rischi; il normale evolversi del ciclo economico pertanto, farà sfociare questa fragilità del sistema in una crisi finanziaria, caratterizzata da sfiducia nel valore degli attivi finanziari, crescente rischio di insolvenza e difficoltà di accesso al credito.

Successivamente a una crisi, gli attori economici saranno più prudenti, memori del disastro appena passato, deterranno quindi dei margini di sicurezza (protezioni contro situazioni di illiquidità) elevati – pertanto, l'indice di indebitamento dovrà essere mantenuto entro un certo limite stabilito e considerato idoneo – e un'elevata quantità di liquidità e di attività facilmente convertibili. Più a lungo si protrae il periodo di crescita tranquilla, senza la manifestazione di alcuno shock, maggiormente torneranno ad essere alimentate prospettive ottimistiche.

Ci si attenderanno quasi-rendite future positive (individuabili nei profitti lordi attesi) e le unità scommetteranno su un andamento al rialzo del valore delle attività reali e finanziarie. I margini prudenziali che si è scelto di detenere in precedenza, in una prospettiva di estrema cautela, verranno ora considerati eccessivi e pertanto ridotti, riducendo così, implicitamente, la garanzia posta sulle passività. Mentre la domanda precauzionale e speculativa diminuisce, aumenta la domanda di attività finanziarie. Le banche e gli altri intermediari adegueranno l'offerta di tali

strumenti alla domanda, sia attraverso l'emissione di strumenti tradizionali che quella di nuovi strumenti.

Aspettative ottimistiche, bassa preferenza per la liquidità, una contrazione dei margini prudenziali detenuti, un aumento della quantità di moneta (considerando anche la quasi-moneta) in circolazione e l'introduzione di nuovi strumenti finanziari, inizialmente, fanno aumentare il prezzo dei capital assets.

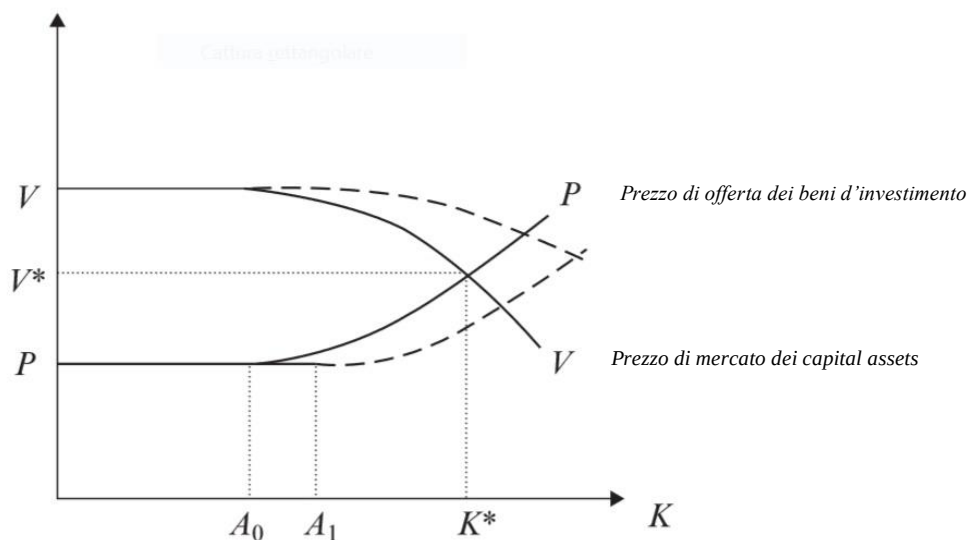


Figura 3 – Determinazione degli investimenti secondo la teoria di Minsky

Fonte: DIMITRI B. PAPADIMITRIU, RANDALL WRAY, 2010. *The Elgar companion to Hyman Minsky*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.

La domanda e la produzione di beni d'investimento subiranno un incremento e così anche i profitti lordi che ne deriveranno, permettendo di effettuare i pagamenti sugli strumenti finanziari e di rendere le tre parti che compongono suddetti pagamenti: la restituzione della somma iniziale, il pagamento dell'interesse maturato sul debito e la corresponsione dei dividendi sulle partecipazioni. Tali flussi costituiscono uscite che influenzano la struttura finanziaria dell'impresa – ricordiamo che l'intero procedimento fa parte di quelle scelte di portafoglio viste in precedenza e che pertanto ne incorpora le caratteristiche e ne reca le conseguenze – che in un rapporto ad effetto ambivalente, influenza e viene influenzata dall'andamento economico futuro. Il conseguimento di profitti lordi inoltre, renderà possibile un aumento del finanziamento tramite fonti interne e al contempo ridurrà i finanziamenti con fonti esterne.

Tuttavia, è bene ricordare, che in questa fase del ciclo economico entrambi i tipi di rischio, il rischio del mutuante e quello del prestatore, vengono sottostimati. La conseguente convalida dei finanziamenti e quindi la diffusione di debiti e di progetti rischiosi, favorisce quell'euforia dei mercati che rende possibile il passaggio da una fase di prosperità e crescita ad un vero e proprio boom. È così che la stabilità genera endogenamente instabilità.

Con il diffondersi di previsioni eccessivamente ottimistiche gli operatori si troveranno nella condizione di dover creare nuove posizioni vendendo posizioni, liquidare cioè le attività immettendole sul mercato e accettando il prezzo che verrà a determinarsi. Per evitare che questo si verifichi si dovrebbero mantenere elevati margini di sicurezza, ma si è visto come questi siano stati, nella fase precedente, ridotti, sulla spinta delle aspettative positive alimentate dal clima di crescente prosperità.

Inoltre, essendo il rischio percepito minore e i rendimenti attesi superiori, gli attori economici tenderanno ad effettuare scelte di portafoglio che vedono la detenzione di attività meno liquide. Tali azioni che, come già osservato, alterano la struttura delle passività, possono essere considerate delle scommesse che, se risulteranno vincenti, consentiranno al soggetto di poter estinguere gli impegni assunti. Bisogna tenere presente tuttavia, che l'esito è sottoposto all'alea delle circostanze che verranno a determinarsi in futuro e dei cambiamenti reali e finanziari della struttura economica.

Ci si avvierà così, verso una sempre maggiore instabilità, accompagnata dalla diffusione di strumenti finanziari che andranno a costituire la fragile base su cui l'economia poggia.

Tali risultati vengono considerati prodotti endogeni del sistema in una fase di stabilità.

CAPITOLO II

In questo capitolo si prenderanno in analisi il modo in cui la moneta viene creata endogenamente al sistema, il ruolo ricoperto dalle banche e come i delicati equilibri di fiducia che si creano tra i soggetti economici e che questi ripongono gli uni negli altri e nel sistema stesso, influenzino “le carte in tavola”.

Si esaminerà la classificazione delle possibili posizioni assunte, con uno sguardo alla teoria d'instabilità finanziaria e si osserveranno infine le soluzioni di politica economica proposte da Minsky.

Si procederà ora, con il porre le basi per un esame approfondito della creazione e la determinazione dell'offerta di moneta e il ruolo del sistema bancario.

OFFERTA DI MONETA ENDOGENA

Il potenziale di credito delle banche è elastico. A partire da condizioni di crescita tranquilla e ancor di più al verificarsi di spinte euforiche con conseguente boom economico, l'emissione di quella che viene definita quasi-moneta (ossia quei buoni sostituti che vengono temporaneamente accettati al posto della moneta) si accentua. Aumenta così la quantità di moneta effettiva presente nel sistema. Il tasso di interesse a breve subirà pressioni al rialzo qualora si verifichi una spinta sull'offerta di finanziamento da parte della domanda, o nel caso in cui la banca centrale cerchi di controllare uno degli aggregati monetari. Si assiste in tal modo ad un'accelerazione nella diffusione di strumenti di pagamento alternativi ed anche a un aumento della circolazione della moneta. Tale pensiero, vede come base delle fondamenta il sistema bancario, sul quale poggia e attorno cui ruota il sistema finanziario. È proprio il primo infatti, che svolge il ruolo di garante di ultima istanza per quanto riguarda l'accettazione dei sostituti della moneta e che presidia la stabilità dei mercati monetari-finanziari. Durante l'espansione, la percezione nella differenza tra la moneta e i suoi surrogati si affievolisce, mentre è molto accentuata nel periodo di crisi dove la sfiducia dilaga. L'offerta di moneta risulta quindi mutevole lungo l'arco del ciclo economico, sia dal punto di vista qualitativo che da quello quantitativo. Quando si assiste ad un aumento del tasso di interesse, dovuto all'attraversamento di una particolare fase del ciclo economico o da un intervento dell'autorità, le banche e gli altri intermediari finanziari aumenteranno la moneta in circolazione per aumentare i loro guadagni, facendo così diventare la sua offerta infinitamente elastica. Nella fase di euforia alimentata da prospettive ottimistiche, i margini di sicurezza

verranno ridotti e l'investimento verrà finanziato attraverso una trasformazione delle attività presenti in portafoglio e negli stati patrimoniali, rendendoli meno solidi a causa di una riduzione della loro liquidità.

Risulta molto difficile porre un freno all'euforia dei mercati, anche tramite l'utilizzo della politica monetaria; un repentino aumento del tasso di interesse che si riflette sui prezzi, provoca lo scoppio di una crisi finanziaria, in quanto l'intervento renderà rigida l'offerta di moneta quando la domanda (per i finanziamenti) è infinitamente anelastica. Tenendo presenti le suddette considerazioni sullo stato in cui si viene a trovare lo stato patrimoniale delle unità in tale situazione, la banca centrale sarà costretta ad intervenire concedendo nuova liquidità alle banche, per evitare che il sistema cada in una deflazione debitoria e in una depressione duratura. Ciò, in accordo con Minsky, conferma che la quantità di moneta viene determinata in modo endogeno. Sono le banche e le agenzie di rating, in particolare, che attraverso una valutazione del merito creditizio stabiliscono la solvibilità dei clienti – e il rischio dei progetti da questi presentati – e sulla base di questa erogano o meno il credito necessario al finanziamento; risiede dunque nella loro capacità valutativa la stabilità dei sistemi, bancario e finanziario, che va tutelata tramite le sue azioni, che tra gli obiettivi comprendono anche la limitazione degli aspetti più destabilizzanti della fragilità sistemica.

Le banche forniscono servizi di intermediazione, sia alle imprese che alle famiglie. Sono quindi gli intermediari, che presidiano ad operazioni complementari, costituenti due facce della stessa medaglia. Le imprese acquistano beni capitali, ma per farlo necessiteranno di un prestito – ne deriverà che i proprietari reali di tali beni, vanteranno i propri diritti su denaro – che verrà finanziato dai fondi che i depositanti prestano alla banca e che questa presta a sua volta, apponendo così, su queste operazioni, la propria garanzia. In sostanza, si possono distinguere due tipi di finanziamento: il finanziamento per l'acquisto di beni reali (pagando gli interessi sui debiti facenti capo alle imprese), il finanziamento per l'acquisto di attività finanziarie (facendo fronte al pagamento degli interessi sui debiti contratti dalle famiglie).

La misura in cui gli investimenti vengono finanziati mediante prestiti è determinata da tre elementi: le aspettative delle imprese che investono, la disponibilità delle banche nell'accettare tale modalità di finanziamento e la propensione che le famiglie hanno nel detenere azioni (il cui prezzo è in rialzo, almeno nella fase espansiva) di imprese che ricorrono al finanziamento esterno. I margini di sicurezza verranno ridotti all'aumentare dell'indebitamento di famiglie e imprese. Le transazioni effettuate dalle unità economiche le une con le altre (i cui stati

patrimoniali, ricordiamo, presentano una forte interrelazione) origineranno il movimento e la creazione di flussi di contante che inciderà sul prezzo delle attività azionarie.

La scelta tra la detenzione di moneta e il suo impiego per l'acquisizione di beni capitali di cui divenire proprietari – in maniera diretta o indiretta; quest'ultima, tramite il possesso di attività azionarie – è influenzata dalla possibilità per coloro che detengono moneta, di poterla tesaurizzare o prestare; in tal senso, l'alternativa di acquisire beni capitali non risulterà abbastanza allettante, a meno che non vi sia la creazione di un mercato nel quale questi possano essere facilmente scambiati e riconvertiti in moneta (presentando quindi un maggior grado di liquidità).

Ora, la facilità con la quale le attività possono essere convertite in moneta (caratteristica tipica degli strumenti finanziari) influirà sull'andamento degli investimenti. Il fatto che un investitore ritenga più o meno liquido il proprio investimento, aiuterà a determinare il suo grado di fiducia e le sue aspettative, nonché il suo grado di propensione al rischio.

Tuttavia, in questa analisi, non si possono non considerare quelle che sono le aspettative dei soggetti che costituiscono il perno attorno cui ruota tutto questo sistema: le banche.

Il caso, come ammesso fino ad ora, in cui l'investitore speculatore potrà avere accesso ad un'illimitata quantità di denaro al saggio d'interesse di mercato, non è realistico; questo verrà a dipendere anche dalla fiducia che gli istituti finanziari dimostreranno nei confronti di coloro che richiedono prestiti, ovvero dallo stato del credito. È, pertanto, il venir meno della fiducia di queste due categorie di soggetti (gli investitori e gli intermediari) che potrebbe provocare una caduta nel prezzo dei titoli.

Sono le banche, infatti, a finanziare le posizioni dei possessori, sia di beni capitali che di titoli azionari; se inizia a venire meno la fiducia degli istituti finanziatori di tali posizioni, l'effetto immediato non si avrà tanto sul prezzo dei beni capitali (in questo caso, ci vorrà del tempo prima che si verifichi e se le aspettative sui rendimenti attesi rimangono invariate, insieme al fattore di capitalizzazione, ciò potrebbe non avvenire), quanto piuttosto sarà maggiormente visibile sul prezzo delle azioni (questo a determinate condizioni, e ricordiamo, nel breve periodo).

Dal lato opposto un aumento della fiducia degli operatori e un miglioramento dello stato del credito, propulsori di un possibile aumento del saggio di indebitamento, avranno effetti positivi sulla capacità dell'impresa di finanziare i propri investimenti mediante prestiti, condizione dunque paragonabile all'effetto dovuto a una crescita dei rendimenti dei beni capitali.

In altri termini: i possessori di titoli azionari equipareranno il finanziamento esterno mediante l'acquisto di azioni, con quello di acquisto di beni capitali.

Tuttavia, quando la fiducia degli operatori economici cambia, ciò influirà tanto sui finanziamenti degli acquisti di beni capitali (effettuati dalle imprese) quanto su quelli di azioni (da parte dei detentori di ricchezza).

Nel caso in cui si verificasse un aumento di finanziamenti esterni per gli acquisti di beni capitali, parallelamente ci si attenderà un aumento anche nella domanda di prestiti per finanziare l'acquisto di azioni; ne consegue che se lo stock di azioni in circolazione rimane invariato, ciò si tradurrà in un rialzo dei corsi azionari.

I fondi per i finanziamenti, possono essere resi disponibili in due modi:

- attraverso il meccanismo di creazione monetaria;
- con una politica di diversificazione del portafoglio (variandone la composizione attraverso le variazioni delle proporzioni di moneta, azioni e beni capitali che si detengono).

L'aumento della liquidità nel sistema durante la fase espansiva, indurrà un comportamento speculativo da parte delle banche, che nel tentativo di sostenere il finanziamento di un'espansione del credito, in questa fase, venderanno titoli a reddito variabile.

Questi titoli verranno a figurare nel portafoglio degli operatori che li acquisteranno (famiglie, imprese, altri operatori non bancari) scambiandoli per moneta (che va alle banche). Affinché questo sia possibile, sarà necessario che la detenzione di tali titoli sia resa profittevole e pertanto, si assisterà ad un aumento del saggio di interesse.

È proprio dall'espansione del credito, che le banche cercano di sostenere quindi, che il boom viene alimentato (*animal spirits*).

Poste queste basi, per spiegare l'andamento ciclico del capitalismo proposto da Minsky necessita l'analisi delle posizioni.

TASSONOMIA DELLE POSIZIONI

In base al rapporto esistente tra entrate di cassa e impegni di pagamento sul debito, la struttura finanziaria si ritroverà in una determinata situazione.

Tre sono i tipi di posizioni che si possono individuare nella struttura del sistema: coperte, speculative e Ponzi.

Ognuna di queste è caratterizzata da rapporti diversi tra gli interessi sul debito e i flussi attesi derivanti dalle quasi-rendite ricavate dai capital assets o dai rendimenti sulle attività finanziarie detenute.

Le unità che detengono posizioni coperte e coloro che gestiscono ed erogano il finanziamento – sia nel caso in cui potranno mettere a disposizione gli strumenti richiesti, sia nel caso in cui non saranno in grado di farlo (*vendita allo scoperto*) – si aspetteranno che i capital assets operativi e/o i contratti finanziari che possiedono, generino flussi in entrata sufficienti a far fronte agli interessi sul debito, correnti e futuri. Queste sono esenti dal rischio finanziario, non però da quello economico e dalla mancata realizzazione delle quasi-rendite attese.

Per quanto riguarda le unità speculative, invece, nel breve periodo le entrate saranno inferiori agli impegni di pagamento dovuti, di conseguenza, quando ciò si verifica, il rimborso del capitale prestato necessiterà di un rifinanziamento se non si vuole intaccare la liquidità o ricorrere alla vendita di attività. In questo caso, la struttura è soggetta a rischio finanziario, perché il buon fine dell'investimento dipende dalla situazione dei mercati monetari e finanziari. È bene specificare che la posizione speculativa potrà essere assimilata a quella coperta nel caso in cui le aspettative sull'andamento dei flussi e dei tassi di interesse passivi si riveleranno corrette.

Le unità Ponzi, similmente a quelle speculative, presentano impegni di pagamento che eccedono gli incassi attesi relativi agli assets proprietari.

Mentre i flussi di reddito di breve periodo per quanto riguarda le unità speculative però, sono tali che i costi del finanziamento non aumentano il debito in essere, per le unità Ponzi i costi del finanziamento risultano superiori, andando ad incrementare l'ammontare del debito: gli interessi verranno capitalizzati nelle passività delle unità. Questo, perché si deve ricorrere al prestito anche per la corresponsione degli interessi maturati sul debito, non solo della quota capitale iniziale. Oltre all'esposizione al rischio finanziario, bisognerà considerare allora, che anche piccole variazioni dei tassi a breve potrebbero estinguere la possibilità di realizzare le quasi-rendite attese.

Alla luce di queste considerazioni si può comprendere come la fragilità dell'economia dipenderà dall'importanza rivestita dalle imprese lungo l'arco delle diverse fasi; chiaramente, maggiore sarà il loro peso e quindi la loro influenza, maggiore sarà il grado di esposizione dell'economia a disordini e squilibri e più durature le fasi recessive.

Il passaggio da una posizione coperta ad una speculativa e da questa a una ultraspeculativa è breve: nel primo caso è sufficiente un crollo dei guadagni attesi, nel secondo il verificarsi di un aumento nei tassi di interesse. Le imprese indebitate potrebbero non essere più in grado di far

fronte agli oneri di pagamento e la loro insolvibilità si tradurrebbe nell'illiquidità di banche e intermediari finanziari.

FASI DELL'ANDAMENTO CICLICO

Durante i periodi di espansione economica posizioni speculative e ultraspeculative sono largamente diffuse e, sebbene inizialmente, questo non influisca eccessivamente sull'andamento e sulla stabilità del sistema, in un'ottica di lungo periodo è impossibile assumere che non provocherà conseguenze. Le ragioni possiamo riscontrarle chiaramente osservando il comportamento di banche e imprese. All'aumentare della domanda di indebitamento, le banche cercheranno di soddisfare tale richiesta attraverso l'emissione di strumenti finanziari già in circolazione o attraverso l'introduzione di nuovi strumenti. Avendo passività a breve e attività a lunga operano come soggetti speculativi e nel lungo periodo richiederanno un tasso di interesse superiore per concedere ulteriori prestiti. Dall'altro lato, le imprese devono chiedere finanziamenti alle banche per poter dare avvio alla produzione di beni di consumo e di investimento e si aspetteranno un compenso che vada a remunerare il rischio assunto. Tuttavia, la produzione di beni d'investimento, richiede un processo lungo e, pertanto, i loro ritorni si avranno in futuro, in un tempo sottoposto a condizioni di incertezza e potrebbero, dunque, essere inferiori a quelli attesi o non realizzarsi affatto.

In ottica minskiana, i finanziamenti che permettono ai produttori di beni di investimento di adempiere ai pagamenti dei contratti finanziari sono in parte ottenuti ricorrendo a nuovo indebitamento; il finanziamento che le banche erogano a breve termine, inizialmente necessario per la produzione di beni, successivamente viene trasformato in un finanziamento di lungo periodo necessario per acquistare beni capitali. In tal modo il finanziamento della produzione avviene tramite debiti esterni e l'attività d'investimento trasforma le imprese in soggetti speculativi. Come conseguenza si ha una maggiore rigidità della domanda, più precisamente la domanda di finanziamenti di breve periodo trasla verso destra e assume un'inclinazione più ripida. Fintantoché l'offerta di finanziamenti tende ad essere quasi orizzontale e il tasso di interesse a breve termine cresce lentamente, gli sviluppi finanziari non porranno alcun freno agli investimenti consentendo a questo ciclo, pervaso da un'euforia sempre maggiore, di autoalimentarsi. La battuta di arresto si ha nel momento in cui le banche o la banca centrale adottando misure restrittive, rendono l'offerta di fondi repentinamente rigida. Risultato: un

repentino e inaspettato aumento del tasso di interesse che renderà ulteriormente oneroso il finanziamento.

Questa impostazione minskiana riesce a spiegare l'instabilità del capitalismo e il punto massimo in cui il ciclo si interrompe, in modo endogeno.

La crisi può essere causata da due fattori: un imprevisto aumento del tasso di interesse o un crollo dei profitti lordi. Nel primo caso all'atto del rifinanziamento si verificherebbe una maggiore uscita di flussi monetari che supererebbe quelli in entrata, causando un aumento del prezzo di offerta dei beni d'investimento. Ciò potrebbe comportare effetti negativi sui profitti attesi futuri, in quanto l'aumento del tasso a breve farebbe aumentare a sua volta il tasso a lungo termine – facendo venire meno quella che viene considerata da Minsky la determinante di una fase di crescita tranquilla: un tasso a breve termine inferiore rispetto a quello di lungo termine. A questo punto, se la crescita delle quasi-rendite non è sufficiente a compensare tale cambiamento, si assisterà alla diminuzione della domanda dei beni d'investimento e come conseguenza diretta, alla diminuzione degli investimenti che a loro volta faranno precipitare maggiormente i profitti: il peso del debito aumenta.

Per le imprese una diminuzione dei profitti significa una capacità di autofinanziamento ridotta, la quale a sua volta sfocia nella necessità di ricorrere a fonti di finanziamento esterne con tutto ciò che ne consegue come visto nel capitolo precedente.

Nei mercati creditizi si genererà una situazione di restrizione al credito causata dalla carenza di liquidità e le attività diventeranno più illiquide; inizierà un processo di diffusione dei problemi finanziari nell'economia. Nel breve periodo le aspettative riguardanti il sistema rimarranno tendenzialmente invariate, ma potrebbe manifestarsi una maggiore cautela nell'investire. Una riduzione degli investimenti accompagnata dalla sempre maggiore diffusione dei problemi nel settore finanziario, avrà effetti negativi sul moltiplicatore e potrà causare nel lungo periodo una fase recessiva dell'economia.

Ora entrambi i rischi, del debitore e del creditore, verranno rivalutati così come le strutture finanziarie (e le attività) che è considerato accettabile detenere. Alcune imprese, si troveranno in una condizione di difficoltà finanziaria, non riuscendo a far fronte alla propria posizione debitoria, altre falliranno. Le banche e le istituzioni finanziarie, d'altra parte, vedranno ridotta la loro liquidità, non potendo ottenere la restituzione delle somme erogate come finanziamenti, mettendo in tal modo a rischio la loro solvibilità. Questo provoca il rischio che gli strumenti che costituiscono la quasi-moneta non vengano più accettati e riconosciuti dal sistema bancario, una diminuzione dei depositi detenuti e un aumento della preferenza per la liquidità. Nemmeno il

tentativo di creare posizioni vendendo posizioni riuscirà a porre un freno al crollo, risultando un fallimento, dal momento che l'immissione in massa delle attività sul mercato causerà una caduta repentina del loro prezzo. Questo processo distruggerà il valore patrimoniale dei soggetti economici e quando l'ammontare di unità colpite arriverà ad un livello significativo non vi saranno più investimenti e i profitti crolleranno definitivamente. La disoccupazione di massa e una diminuzione del reddito, sono le conseguenze che si ripercuoteranno sull'economia reale a causa della diffusione della deflazione da debiti e dell'instabilità finanziaria.

Di seguito si propone un'immagine esplicativa dell'andamento del ciclo, rappresentativa delle diverse fasi contraddistinte delle posizioni assunte dalle unità in ognuna di esse.

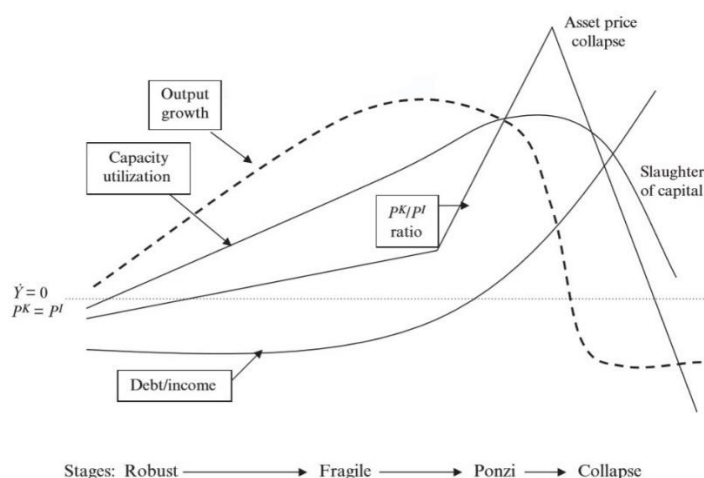


Figura 4 – Approssimazione dell'andamento del ciclo economico

Fonte: ANON.

IL RUOLO DELLA POLITICA ECONOMICA

Per comprendere meglio le soluzioni di politica economica proposte da Minsky, si procederà con il volgere lo sguardo su un breve *excursus* storico, cercando di delineare la cornice entro cui si può applicare il quadro fin qui esposto.

Prendiamo in esame l'economia statunitense: un cambiamento netto si è manifestato proprio a partire dalla metà degli anni '60. La solida struttura finanziaria – eredità del secondo dopo guerra e del conservatorismo finanziario indotto dalla Grande Depressione – è stata seguita da una decisamente più fragile, che tende all'instabilità e richiede periodicamente l'intervento della *Federal Reserve* e delle autorità affinché il pericolo di una crisi possa essere scongiurato. Le

cause del cambiamento vanno ricercate nelle opportunità di profitto che si sono presentate agli innovatori finanziari in un determinato contesto di istituzioni e regole.

Gli operatori economici sono sempre alla ricerca di nuovi modi per finanziare le attività.

Una volta che un'innovazione si è dimostrata di successo, essa si diffonderà rapidamente e verrà adottata da molte altre unità.

Alcuni dei problemi che hanno condotto alle crisi degli ultimi anni sono emersi a causa del mancato rispetto delle regole di prudenza che sono state ignorate dai direttori e dai manager di grandi banche e imprese ritenendo che il Tesoro e la Fed sarebbero intervenuti con un *bail-out* per evitarne il fallimento. E forse, purtroppo, l'esperienza degli anni '70 prima e degli anni '80 poi, ha confermato questa credenza. Una volta che colossi bancari da miliardi di dollari iniziano a ritenere che le autorità interverranno sempre con un salvataggio e queste, convalidano tale assunzione intervenendo in loro aiuto, le banche internalizzeranno nel loro comportamento l'esistenza di una rete di sicurezza costituita dal salvataggio stesso (*bail-out*).

Questa protezione fornita alle banche, influenzerà l'andamento futuro dell'economia.

L'intervento a protezione delle istituzioni finanziarie dai pericolosi effetti causati dal loro stesso comportamento, espone l'economia a sempre più forti fluttuazioni, in diversi archi temporali, tra crisi finanziarie e un'inflazione sempre più rapida. Le autorità, temendo le conseguenze del fallimento di grandi banche, interverranno per evitarne la bancarotta, alimentando così, la convinzione che siano troppo grandi per fallire. *Too big to fail*.

Per evitare che la situazione degeneri e sfoci in una crisi prima, e in lunga fase depressiva poi, sarà necessaria l'attuazione di una politica di deficit spending e l'intervento della banca centrale, prestatore di ultima istanza. Gli strumenti finanziari emessi per raccogliere liquidità al fine di finanziare il disavanzo saranno attività garantite in portafoglio e aumenteranno la stabilità dello stato patrimoniale.

In tale contesto, un'eventuale caduta dei prezzi dei beni capitali, non provoca una contrazione nei profitti, perché il deficit nel bilancio statale impedisce la discesa dei prezzi dei beni prodotti, alimentando la domanda aggregata e conseguentemente, la produzione. Allo stesso tempo, il governo immette nel mercato attività sicure e prontamente convertibili garantendo un livello minimo di liquidità. Grazie ad una politica fiscale espansiva, le imprese saranno in grado di far fronte ai debiti in essere e una deflazione debitoria avrà poche probabilità di verificarsi.

Tuttavia, questo tipo di intervento richiede un arco temporale di lungo periodo per essere realizzato e di essere accompagnato da una massiccia immissione di liquidità nel sistema e

dall'acquisto di titoli garantiti da parte della banca centrale, fissando in tal modo un limite inferiore per il valore delle attività. Una politica economica attiva richiede che vengano stabilite condizioni restrittive in modo da poter contenere l'instabilità del sistema. Secondo questa visione una crisi di lungo periodo non può avvenire nel sistema capitalistico, a meno che non si verifichi un comportamento inerte delle autorità e queste decidano di non intervenire.

È molto difficile però, riuscire ad implementare il giusto mix di politiche economiche per una situazione di tale tipo.

Secondo Minsky, la politica economica non è in grado di eliminare il processo sottostante l'instabilità presente nel sistema: la cosa migliore da fare è agire con l'obiettivo di limitarne le conseguenze peggiori e fare in modo che non si verifichino nuovamente.

Si consideri il caso della banca centrale: questa non riesce a porre un freno alla quantità di strumenti finanziari offerti durante la fase espansiva e può esercitare il controllo sulla quantità di moneta solo se è propensa a rischiare di incorrere in una crisi finanziaria. Anche se la banca centrale evita di attuare una politica monetaria restrittiva, prima o poi, si arriverà al punto in cui l'espansione non potrà più essere sostenuta. La banca può controllare l'evoluzione della crisi con un tempestivo rifinanziamento e rimpinguando le riserve di banche e imprese per evitarne il fallimento. Nelle fasi precedenti del ciclo, la politica monetaria non è molto efficace considerando che non può essere controllata la quantità di moneta e che alcune innovazioni finanziarie permettono di aggirare la regolamentazione vigente nel mercato; pertanto si utilizzerà la politica fiscale.

Minsky però, si dimostra critico verso il perseguimento di politiche di deficit di bilancio attraverso la mancanza di un supporto agli investimenti privati e a causa di trasferimenti improduttivi. Come conseguenza di una politica monetaria e fiscale inadeguate e non progettate per sostenere le strutture finanziarie ed evitare una deflazione da debiti, si verificherà un aumento di posizioni speculative e Ponzi, che ridurranno l'orizzonte temporale delle imprese e rallenteranno la crescita produttiva. Ne deriverà un nuovo ciclo con una durata più breve: il periodo di espansione e prosperità sarà minore, diminuendo quindi il tempo intercorrente tra una crisi e la successiva.

Si capisce allora, come la politica da adottare dipenderà strettamente dalla situazione corrente, con la necessità di considerare che periodicamente operatori orientati alla ricerca del profitto riusciranno ad aggirare la regolamentazione vigente. Non per questo, però, un programma di riforme dev'essere accantonato. È necessario, da una parte, combattere la deflazione debitoria e dall'altra, semplificare la struttura finanziaria.

Minsky suggerisce incentivi alla produzione di beni di consumo attraverso sistemi meno *capital-intensive*; un supporto indiretto alla produttività per mezzo di investimenti in infrastrutture pubbliche, ricerca e sviluppo; l'introduzione di misure restrittive concernenti la struttura delle passività delle imprese; una revisione delle destinazioni della spesa pubblica, riducendo i trasferimenti e incrementando i programmi per l'occupazione; uno Stato in grado di creare posti di lavoro e politiche di sostegno alle piccole e medie imprese e alle banche, piuttosto che ai grandi conglomerati finanziari.

Ciò che conta maggiormente, nella visione minskiana dell'economia capitalistica (con operatori orientati alla ricerca del profitto e innovazioni introdotte regolarmente, considerata come una fitta rete di relazioni finanziarie che vede il proprio nucleo nel sistema monetario), sono le opinioni, le contrattazioni e le decisioni intraprese da banche e imprenditori sul metodo di finanziamento del debito per investimenti, le cui prospettive di ritorno attese sono sottoposte a una forte incertezza. È la correlazione tra moneta, produzione e investimenti, che regola e definisce le dinamiche del ciclo economico, che possono sempre sfociare in un lungo periodo di depressione e disoccupazione di massa. È però possibile riuscire a controllare l'evoluzione dei mercati finanziari tramite l'intervento del Governo e della banca centrale. È qui, che la politica economica dovrebbe promuovere istituzioni e interventi che operino per contrastare la tendenza verso lo scoppio della bolla e il crollo del sistema: se progettate adeguatamente, esse non solo assicureranno buoni risultati ma fungeranno anche come base da cui partire per implementare interventi efficaci contro l'andamento discendente del capitalismo causato dalla sua intrinseca instabilità.

CAPITOLO III

Può oggi, nel momento storico che stiamo vivendo, la teoria di Minsky trovare fondamento e fornire una valida interpretazione del funzionamento dell'economia e dei suoi cicli?

COME SI È ARRIVATI AL CROLLO?

Si prenda in esame l'ultima grande bolla, scoppiata nell'estate del 2007.

L'ipotesi minskiana di instabilità finanziaria è stata per molto tempo accantonata, ma alla luce di quella che è stata la bolla dei *subprime* esplosa nel 2007 vista come quello che viene chiamato un "*Minsky moment*", è stata riconsiderata, in quanto può aiutare a spiegare il lungo ciclo che ne ha alimentato la formazione.

Con il suo approccio, che guarda a un'economia capitalistica monetaria, permeata da un'instabilità endogena imperniata sulla finanza, Minsky è in grado di scrutare a fondo il capitalismo dove approcci di altre scuole non arrivano. Ciò nonostante, bisogna considerare che il capitalismo odierno presenta aspetti che si discostano da quanto suggerito da Minsky e la necessità dunque, di offrire una rielaborazione della sua ipotesi di instabilità finanziaria.

Proprio considerando la bolla dei subprime, si capisce come il ruolo centrale svolto dalle banche è andato dissipandosi con la diffusione della cartolarizzazione e dei derivati che hanno permesso di aggirare la regolamentazione. Nondimeno però, si può dire come Minsky avesse già colto un meccanismo fondamentale del moderno capitalismo: le banche non detengono più nei loro portafogli i finanziamenti (i mutui in questo caso) sottostanti i titoli, ma li vendono ad altri intermediari che a loro volta emettendo nuovi titoli li rivendono, ma con la garanzia costituita dai mutui stessi.

Affinché gli investitori possano scegliere il *trade-off* tra rischio e rendimento che preferiscono, tali titoli vengono divisi in tranches e raggruppati in pacchetti con diverse classi di rischio. Le banche a questo punto, guadagneranno tramite i premi e le commissioni per le emissioni dei titoli, fungendo da tramite nella distribuzione di attività legate a prestiti che vendono rapidamente. Questo a causa della concorrenza sempre più serrata sui mercati da parte di istituzioni che emettono quasi-moneta ma che non hanno alcuna disciplina che ne regolamenti il funzionamento (quello che viene definito "*sistema bancario ombra*"). Per quanto riguarda la valutazione del

merito creditizio e la stima di solvibilità, queste non vengono più effettuate dalle banche ma dalle agenzie di rating, che hanno tutto l'interesse nel sovrastimarle e nel sottostimare invece il rischio che viene così diffuso tramite l'introduzione di innovazioni finanziarie. Non solo; come accennato nel capitolo precedente i cambiamenti avvenuti a partire dagli anni '60 prima e negli anni '80 poi, hanno inciso molto nella creazione di questo scenario. Si viene a determinare un vero e proprio "*money manager capitalism*" in cui il risparmio viene gestito in un'ottica di breve periodo da investitori istituzionali attraverso fondi pensione, istituzionali e assicurativi. In tal modo, grazie alla continua rivalutazione delle attività si ottiene un duplice effetto: un incremento della capacità di finanziare il consumo attraverso il debito, per quanto riguarda le famiglie, una maggiore capacità di concessione del credito elargito e il moltiplicarsi dell'effetto leva.

Con la venuta di colui considerato l'alfiere del neoliberismo alla presidenza statunitense, la stretta conservatrice adottata ha visto un cospicuo calo della domanda aggregata.

È stato l'intervento della Banca Centrale come prestatore di ultima istanza, secondo Minsky, congiuntamente a crescenti deficit di bilancio statali, a scongiurare il verificarsi di una crisi.

Un cambiamento di rotta, per quanto concerne, invece, la politica monetaria lo si è avuto con la presidenza di Greenspan alla Fed, quando venne stabilito che per quanto riguardava le scommesse al rialzo sui mercati finanziari, queste venissero garantite dalla Fed stessa che avrebbe provveduto ad immettere nel sistema nuova liquidità e ad abbassare il tasso a breve termine; inoltre, altro fattore che ha confermato l'ipotesi minskiana della creazione endogena di moneta, è riscontrabile nel fatto che la sua offerta verrà controllata stabilendo il tasso di interesse di breve periodo, secondo il quale poi, essa verrà a determinarsi. Si può dunque dire, che è allora che è stato piantato il seme che poi avrebbe dato vita alla sempre più grande convinzione del concetto di "*Too big to fail*", e che avrebbe reso la Banca Centrale il sostegno alla generazione di bolle speculative.

Pertanto, si può capire come questi cambiamenti, abbiano acuito l'instabilità del sistema: inasprendo le spinte al rialzo del capitale, aumentando l'indebitamento, rendendo più difficoltoso un controllo sulla deflazione debitoria e più repentino il passaggio dall'euforia al crollo.

Sempre considerando la necessità di un adattamento dell'ipotesi d'instabilità finanziaria al moderno capitalismo, uno dei suoi limiti lo si può individuare nel fondamento microeconomico dell'argomentazione alla base del suo operato, ovvero: la domanda d'investimenti privati in capitale fisso e il suo finanziamento da parte di banche e intermediari finanziari, sono collocati in una dinamica che presenta un rapporto d'indebitamento crescente. Ma c'è allora, la necessità di considerare quello che viene definito il paradosso del debito: l'impresa richiede un finanziamento

per poter effettuare i propri investimenti, i quali genereranno dei profitti; l'accumulazione di capitale proprio se considerata a livello aggregato aumenta quindi, all'aumentare della domanda d'investimento effettuata dalle imprese e potrebbe crescere anche più del loro ricorso al debito.

Tuttavia sul piano concreto, lo scoppio dell'indebitamento si è verificato più volte durante le crisi finanziarie avvenute a partire da dopo la metà del secolo scorso ed è aumentato sempre più fino a quelle più recenti delle *dot.com* e dei subprime. È proprio focalizzandosi su queste crisi più recenti che emerge però una grande incongruenza nell'adesione della visione minskiana a questo nuovo capitalismo: l'economia non deve la sua dinamicità agli investimenti in capital assets, come da Minsky teorizzato, quanto piuttosto alla spesa per consumi effettuata dalle famiglie indebitate.

Si potrebbe allora considerare questo caso come una generalizzazione dell'ipotesi di instabilità finanziaria, dove la variabile chiave è costituita dal consumo delle famiglie spinto verso l'alto a causa dell'inflazione che ne fa aumentare il debito fino al punto in cui questo non diventa insostenibile.

Si possono individuare, arrivati a questo punto, i principali sviluppi che hanno spianato la strada a crisi di questo tipo. In prima battuta, come già visto, un aumento del denaro gestito – fondi pensione pubblici e privati, fondi d'assicurazione – in secondo luogo uno spostamento verso la tendenza di una remunerazione completa come obiettivo di grandi manager (data dal rendimento più un'aggiunta di prezzo). I manager assumono attività più rischiose per ottenere maggiori guadagni. Essi innovano attraverso l'introduzione di nuovi strumenti nel tentativo di attrarre nuova clientela; molto spesso tali attività risultano volutamente complesse e presentano condizioni contrattuali poco limpide, in modo da ingannare i clienti e rendere più difficile alla concorrenza un'eventuale imitazione. E cosa più importante: c'è la necessità di considerare la tendenza molto diffusa nel sovrastimare i guadagni effettivi, non riconoscendo le perdite subite, sopravvalutando gli assets e attraverso la tenuta di una contabilità fraudolenta. Tutto questo ha contribuito fortemente all'emergere di un sistema bancario ombra, ma le basi per un suo attecchimento al sistema le si possono, forse, individuare con la separazione funzionale delle banche effettuata con il New Deal che ha lasciato “scoperte” delle zone di mercato, le quali sono state occupate con l'affermarsi di queste nuove istituzioni (istituzioni che, ricordiamo, non essere soggette ad una regolamentazione stringente come quella bancaria).

L'ingente bacino di riserve costituito dai fondi sopracitati, poi, ha offerto una valida alternativa come fonte di finanziamento. Ciò ha permesso alle società di vendere cambiali e/o titoli

spazzatura a soggetti facenti parte del sistema bancario ombra e gestire denaro evitando così, di dover ricorrere a prestiti bancari.

Altro fattore fondamentale che ha contribuito a tutto questo, lo si può individuare con la cartolarizzazione, responsabile della scomparsa di molti prestiti figuranti nei libri contabili delle banche.

La concorrenza sempre più accesa tra le banche e questi nuovi istituti operanti nell'ombra, ha condotto all'introduzione sempre più massiccia di innovazioni finanziarie che consentissero di aggirare la regolamentazione, tanto da costringere il governo a porre fine a questa divisione funzionale delle attività bancarie, nonostante fosse ormai troppo tardi per arrestare la loro avanzata.

L'insieme di questi avvenimenti a cui si possono sommare le politiche conservatrici del primo neoliberismo, hanno provocato un indebolimento del mercato del lavoro che ha visto l'aumento di quelli che verranno chiamati *NINJA* (*no income, no job, no assets*) – ai quali, nonostante queste loro “caratteristiche”, verranno concessi mutui che andranno ad alimentare la miccia che farà esplodere la bolla del 2007.

Il rinnovato ruolo centrale assunto dalla finanza in uno scenario come quello delineato, con l'inglobamento del risparmio privato nel capitale finanziario, ha messo in moto un meccanismo che vede reso possibile un aumento della capacità produttiva inutilizzata, grazie al finanziamento e alla domanda delle famiglie che hanno permesso di sostenere i consumi in un modo indipendente dal reddito: attraverso l'indebitamento. Meccanismo, che ha reso inscindibili finanza ed economia reale.

Tornando al neoliberismo: è stata l'irrefutabile efficacia delle sue politiche antinflazionistiche ad alimentare il ricorso al debito e ridurre il rischio percepito dalle unità.

Quando poi, le attività hanno visto accelerare repentinamente la rivalutazione del loro prezzo, ciò ha prodotto un'euforia irrazionale – irrazionale, ma certo non per Minsky, dal momento in cui questa viene convalidata dai fatti del ciclo in ascesa – la cui fine ha visto l'affermarsi di consumatori indebitati: i consumi eccedevano il reddito effettivamente disponibile.

È stato grazie al disavanzo del settore privato che è stato possibile sostenere profitti, reddito e occupazione, e quando questo è stato sostituito nel suo ruolo dal debito pubblico, l'economia è diventata ancora più vulnerabile. Nel momento in cui il processo non è più sostenibile e scoppia la bolla si verifica una pesante restrizione al credito e un crollo nei consumi, dovuti all'arrestarsi delle transazioni interbancarie e all'azione del deceleratore finanziario.

A ciò va aggiunto l'effetto provocato dal "paradosso del risparmio" che vede una diminuzione del PIL ulteriore rispetto a quella già provocata a causa dello scoppio della bolla. Infatti, se le famiglie aumentano i propri risparmi, sottraggono parte del loro reddito da dedicare ai consumi e, di conseguenza, le imprese si troveranno nella posizione di dover diminuire la produzione, processo che, per essere attuato, vedrà una contrazione degli investimenti; questo processo si ripercuoterà sul moltiplicatore generando l'ennesima riduzione del PIL e contribuendo a diffondere ulteriore sfiducia tra le unità.

Vi è un altro paradosso che il capitalismo delle ultime decadi reca con sé: quella moderazione diffusa dalle politiche conservatrici neoliberiste che ha permesso la quiescenza dell'instabilità, ha contribuito ad accumulare tensioni che hanno portato allo scoppio della più violenta crisi da quella del '29.

L'illusione propagatasi – nell'assistere ad una flessione congiunturale più contenuta rispetto quella attesa dallo scoppio della bolla delle dot.com – della convinzione che con l'ausilio di una nuova politica monetaria e di una regolazione della finanza migliore, si fosse finalmente raggiunta una nuova stabilità, si è rivelata essere esattamente quello che era: un'illusione, appunto.

INTERROGATIVI E CONCLUSIONI

In conclusione, se le principali intuizioni di Minsky – di instabilità finanziaria del capitalismo e di determinazione endogena delle dinamiche del ciclo economico – vengono confermate, sorgono spontanei alcuni interrogativi.

I tradizionali strumenti di politica monetaria e fiscale si rivelano efficaci per fronteggiare queste crisi? Qual è il punto di non ritorno, dopo il quale un intervento delle autorità, non sarà in grado di scongiurarne lo scoppio? E, in considerazione di questo, è conveniente lasciare l'economia espandersi indefinitamente, fino all'esplosione delle bolle? E, infine, è auspicabile considerare l'espansione finanziaria slegatamente dalla crescita dell'economia reale?

Non c'è dubbio allora, sul fatto che sia necessaria l'implementazione di una nuova regolamentazione; tuttavia le implicazioni di un'ipotesi d'instabilità finanziaria revisionata e adattata sono altre: primo, un ritorno alla politica fiscale nella forma di un sostegno alla spesa pubblica, una spesa che sostenga gli investimenti e che permetta dunque di far crescere un'offerta reale che abbia un effetto positivo sulla produttività, contribuendo a contenere l'inflazione e, nel lungo periodo, a ridurre il peso del deficit sul PIL. Secondo, la presenza di uno Stato nel ruolo di

offerente occupazionale di ultima istanza, in sostituzione ad un *welfare* basato su trasferimenti improduttivi. Un intervento mirato, questo, che definisce concretamente l'indirizzo di spesa pubblica e occupazione, con obiettivi quali infrastrutture e trasporti, riqualificazione dell'ambiente, sanità e istruzione e servizi pubblici.

Una sorta di keynesismo strutturale, nuovo sotto certi aspetti, che non vedendo la separazione tra lato della domanda e dell'offerta – e nonostante alcune imperfezioni – può oggi essere considerato attuale.

BIBLIOGRAFIA

MARIO ARCELLI, 1996. *Economia e politica monetaria*. 5° ed. Italia: Dott. Antonio Milani.

TIMUR BEHLUL, 2011. Was it really a Minsky moment? *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 34, NO. 1, 137. © M.E. Sharpe, Inc.

RICCARDO BELLOFIORE, PIERO FERRI, 2001. *The economic legacy of Hyman Minsky vol.1 Financial Keynesianism and market instability*. Cheltenham, UK: E. Elgar Publishing Ltd.

RICCARDO BELLOFIORE, PIERO FERRI, 2001. *The economic legacy of Hyman Minsky vol.2 Financial fragility and investment in the capitalist economy*. Cheltenham, UK: E. Elgar Publishing Ltd.

RICHARD A. MILLER, 2018. Minsky's financial instability hypothesis and the role of equity: The accounting behind hedge, speculative, and Ponzi finance. *Journal of post Keynesian economics*, vol. 41, NO. 1, 126-138.

HYMAN P. MINSKY, 2008. *Stabilizing an unstable economy*. 2° ed. USA: McGraw-Hill Education.

MARIA NIKOLAIDI (UNIVERSITY OF GREENWICH), ENGELBERT STOCKHAMMER (KINGSTON UNIVERSITY), 2017. Minsky models: a structured survey. *Journal of economic surveys*, vol. 31, NO. 5, 1304-1331. © John Wiley & Sons Ltd.

DIMITRI B. PAPADIMITRIU, RANDALL WRAY, 2010. *The Elgar companion to Hyman Minsky*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.

L. RANDALL WRAY, 2011. Minsky's Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis. *International Journal of Political Economy*, vol. 40, 5-20.

L. RANDALL WRAY, 2015. *Why Minsky matters*. Princeton, NJ: Princeton University Press