

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

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE**  
*L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE*

Tesi di laurea

**L'IPOTESI DI INSTABILITÀ FINANZIARIA DI H. P.**  
**MINSKY E LA CRISI ECONOMICA DEL 2007**  
***THE H. P. MINSKY FINANCIAL INSTABILITY HYPOTHESIS***  
***AND THE ECONOMIC CRISIS OF 2007***

Relatore:  
Prof. TUSSET GIANFRANCO

Laureanda:  
GIORDAN GIORGIA

Anno Accademico 2015-2016

## INDICE

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>1</b>
<b>1 L'IPOTESI DI INSTABILITÀ FINANZIARIA .....</b>	<b>2</b>
1.1 Introduzione al pensiero minskiano .....	2
1.2 L'ipotesi di instabilità finanziaria: presentazione del modello teorico.....	3
1.2.1 Il rapporto banche – imprese.....	3
1.2.2 Il modello a due prezzi.....	4
1.2.3 Il modello a due prezzi a livello macroeconomico .....	9
1.3 Tassonomia delle posizioni finanziarie .....	11
<b>2 LA CRISI DEI SUBPRIME: UN'ANALISI MINSKIANA .....</b>	<b>15</b>
2.1 Le origini e le dinamiche della crisi.....	15
2.2 Lo scoppio della bolla.....	21
2.3 La crisi del 2007 e l'ipotesi di instabilità finanziaria a confronto .....	23
2.3.1 Analogie .....	23
2.3.2 Differenze .....	24
<b>3 COME PREVENIRE LA CRISI IN UNA PROSPETTIVA MINSKIANA .....</b>	<b>28</b>
<b>4 CONCLUSIONI .....</b>	<b>30</b>
<b>5 RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI E FILMOGRAFICI .....</b>	<b>31</b>

## **INTRODUZIONE**

L'obiettivo di questo elaborato è riuscire a stabilire se vi è un nesso solido tra l'ipotesi d'instabilità finanziaria di Hyman Phillip Minsky e la crisi economica scoppiata nel 2007.

Le teorie di Minsky, infatti, nonostante non abbiano goduto di grande attenzione quand'egli era ancora in vita, hanno suscitato attenzione in tempi successivi, specie dopo lo scoppio della crisi, tanto che molti economisti hanno iniziato a usare il termine "Minsky Moment" per indicare il momento in cui l'economia subisce uno stallo finanziario. L'intento qui presentato, dunque, sarà quello di spiegare e di dimostrare le analogie e, se presenti, le differenze esistenti tra quanto affermato da Minsky e gli eventi della crisi corrente.

Nella prima parte del documento si tenterà di ricostruire il pensiero del grande economista, con particolare attenzione alla spiegazione dell'ipotesi di instabilità finanziaria, che ci permetterà di capire come il rapporto esistente tra banche e imprese condizioni il relativo contesto economico.

Nella seconda parte verranno brevemente illustrate le caratteristiche del più grande default economico della storia: verrà fatto un excursus storico e saranno indicate le principali cause e conseguenze, in modo da trovare una correlazione significativa tra la crisi stessa e le teorie di Minsky. Lo scopo di quest'analisi è dimostrare che, nonostante i fattori scatenanti questa crisi siano in parte diversi da quelli delle crisi precedenti, il contributo di Minsky rimane in ogni caso un mezzo valido per fare buone considerazioni sul modo di operare del capitalismo e sul ruolo giocato dalla politica economica.

Nella parte conclusiva, facendo nuovamente riferimento al pensiero minskiano, si determinerà se è in qualche modo possibile evitare depressioni economiche di questa portata.

# 1. L'IPOTESI DI INSTABILITÀ FINANZIARIA

## 1.1 Introduzione al pensiero minskiano

Hyman Phillip Minsky<sup>1</sup> fu un importante economista statunitense e uno dei più influenti esponenti della scuola post-keynesiana di teoria economica. Il pensiero di Minsky vuole introdurre una nuova chiave di lettura del funzionamento del sistema capitalistico rispetto a quella proposta dell'economista preso da lui in riferimento: John Maynard Keynes.

Questa lettura innovativa, e per certi versi eterodossa, non è altro che l'ormai nota ipotesi di instabilità finanziaria che, al contrario delle teorie che la precedono, vuole proporre un'interpretazione di tipo endogeno delle crisi economiche. Quello che il noto economista vuole dimostrare è, infatti, che il sistema capitalistico su cui l'economia moderna si erge, sia in realtà un sistema intrinsecamente instabile, poiché ciclicamente e inevitabilmente conduce alla crisi. L'andamento dell'economia è quindi, secondo Minsky, soggetto periodicamente a fasi di depressione e di ripresa. Fasi, il cui alternarsi dipende strettamente dalle relazioni che si instaurano tra banche e imprese per il finanziamento degli investimenti e della produzione.

Infatti, tramite questo lavoro, osserveremo che l'evoluzione del sistema economico dipende dalla capacità delle imprese di far fronte agli impegni di pagamento dovuti alle banche e che, a sua volta, la restituzione di quanto preso a prestito dipende dalla realizzazione delle attese di produzione delle imprese.

Quanto appena precisato ci consente di ribadire il fulcro centrale della riflessione di Minsky: un'insita fragilità del sistema di produzione capitalistico. Per semplificare quanto detto, riportiamo un esempio: se l'economia si trova in una situazione in cui le entrate monetarie sono maggiori delle uscite, aumenterà la propensione alla produzione e ciò porterà gli imprenditori a ricorrere in maniera sempre più massiccia all'indebitamento per sostenere la propria attività e le banche a una maggiore disponibilità di concedere sovvenzionamenti alle imprese.

Si genera pertanto una situazione di boom degli investimenti, in cui è facile si inseriscano anche attività di tipo borsistico, e spesso speculativo, dove il capitale viene preso a prestito con il solo fine di ottenere un guadagno per via delle previsioni al rialzo sul prezzo dei titoli.

Il sistema riscontra i primi problemi quando i profitti realizzati dalle imprese, alla fine del periodo, non sono corrispondenti, ma anzi minori, rispetto alle iniziali aspettative: ecco che le

---

<sup>1</sup>Minsky P. Hyman (Chicago 1919 - Rhinebeck, New York, 1996) fu un brillante economista americano. Dopo essersi laureato in matematica alla University of Chicago, si perfezionò in economia alla Harvard University dove fu allievo di Joseph Alois Schumpeter, che fu per lui un grande maestro e fonte ispirazione per l'elaborazione del suo pensiero. Negli anni successivi ottenne la cattedra di docente universitario, prima alla Washington University di St. Louis e infine come professore onorario presso il Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

imprese hanno effettuato una cattiva valutazione dei propri risultati, basandosi sull'euforia produttiva del momento, e hanno preso a prestito un ammontare eccessivo di capitale. Capitale che esse non riusciranno a restituire alle banche; ciò farà sì che le aspettative sul corso dei titoli vengono disattese, dunque che questi ultimi vengano venduti e che il loro prezzo crolli: l'economia si indirizzerà di conseguenza verso una fase di crisi finanziaria, che potrà condurre, se non risolta, all'arresto cardiaco del sistema economico globale.

Minsky fa presente che lo scoppio della crisi è il risultato del normale operare del sistema capitalistico. Tuttavia, tale risultato può essere evitato se alla continua innovazione di imprese, banche e intermediari finanziari, tipica del sistema capitalistico, seguono, in maniera adeguata, riforme del settore pubblico e innovazioni strutturali del sistema istituzionale.

Se nonostante questi accorgimenti la crisi trovasse il modo di svilupparsi, Minsky sostiene che sono attuabili altri interventi in un'ottica di ripresa: tra questi ricordiamo l'utilizzo della spesa pubblica in disavanzo che permette di evitare, sostenendo i consumi e i profitti delle imprese, eventuali crisi di liquidità che in una fase di depressione possono portare il sistema verso il crollo definitivo. Altro strumento fondamentale che merita menzione è l'assunzione da parte della banca centrale del ruolo di prestatore di ultima istanza; ruolo che permetterebbe di ottenere un duplice risultato: "salvare" le banche che non vedono restituirsi il denaro prestato; "salvare" le banche concedendo loro denaro ad un alto tasso di sconto, in modo tale che queste ultime siano meno invogliate a farne ricorso e che pertanto siano più responsabili nei loro comportamenti futuri.

## **1.2 L'ipotesi di instabilità finanziaria: presentazione del modello teorico**

### *1.2.1 Il rapporto banche - imprese*

Da quanto detto in precedenza, si può evincere che, secondo Minsky, le relazioni fondamentali che condizionano l'economia sono quelle esistenti tra banche e imprese. In particolare di questi due soggetti ci interessano le aspettative sul futuro, poiché è in base a queste ultime che esse scelgono il livello di investimento da effettuare.

La variabile degli investimenti è fondamentale perché è proprio questa che, secondo Minsky, conferisce più di tutte le altre instabilità al sistema.

Si rende quindi necessario illustrare come questi due soggetti decidano l'ammontare di investimenti da compiere sulla base delle loro aspettative sul futuro, al fine di capire quali pieghe l'economia prenderà.

Per quanto riguarda le imprese è bene precisare che, nel definire il totale degli investimenti da effettuare, gli imprenditori agiscono in una condizione di incertezza. Questi soggetti, infatti,

decidono di investire sulla base delle previsioni di andamento della loro attività: essi non possono conoscere a priori il corso degli eventi e dunque nemmeno la quantità di profitti che realizzeranno alla fine del proprio esercizio. Possono solo fare delle supposizioni basandosi su dati dei periodi precedenti, ma non è detto che queste siano corrette.

Secondo Minsky, più un'impresa ricorre all'indebitamento, più si riduce la probabilità di ottenere i profitti futuri attesi. Ciò significa che, oltre il livello di autofinanziamento, il prezzo di domanda dei beni capitali decresce al crescere degli investimenti.

Le banche, invece, sono sottoposte al rischio che il capitale da loro prestato non venga restituito; questo è il motivo per cui, man mano che il ricorso all'indebitamento aumenta, le banche rendono più rigide le condizioni per prestare denaro: per esempio vengono aumentati il tasso di interesse e le garanzie richieste per la concessione dei prestiti.

Questo, dal lato delle imprese, è un problema non da poco in quanto, se esse superano la soglia di autofinanziamento e dunque necessitano di capitale per promuovere la loro attività, diventerà man mano sempre più oneroso chiedere finanziamenti.

Sulla base di queste considerazioni possiamo giungere alla conclusione che, nel definire il livello dei propri investimenti, banche e imprese fanno riferimento al prezzo dei beni capitali. Questa affermazione viene spiegata con una teoria finanziaria dell'investimento, ossia il modello a due prezzi.

### 1.2.2 Il modello a due prezzi

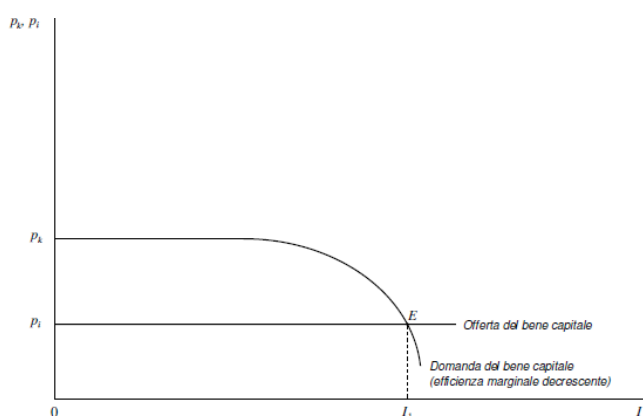


Fig. 1a. La determinazione del livello (reale) dell'investimento in assenza di rischi.

Fonte: Passarella M. (2010), "Hyman P. Minsky e l'Ipotesi di instabilità finanziaria".

Per comprendere la fig. 1a. è necessario fare delle precisazioni: con  $P_k$  si vuole indicare il prezzo di domanda dei beni capitali; si tratta del prezzo massimo che l'impresa investitrice è

disposta a pagare per acquistare i beni capitali e viene stabilito sulla base dei profitti che essa si aspetta di realizzare.  $P_i$ , invece, è rappresentativo del prezzo di offerta dei beni capitali ed è determinato dal costo di produzione del capitale.

Su queste basi è possibile tracciare la curva di domanda e la curva di offerta dei beni capitali: la prima dipende dall'offerta di moneta, dal rischio del debitore e dal rendimento atteso nel lungo periodo dei beni capitali; la seconda dipende invece dal costo di produzione, dalle aspettative di profitto dell'imprenditore e dal rischio del creditore.

Appare chiaro che per le imprese ha senso investire fino a che  $P_k$  risulta essere maggiore o uguale a  $P_i$ , ovvero fino al punto in cui  $I$  corrisponde a  $I_1$ .

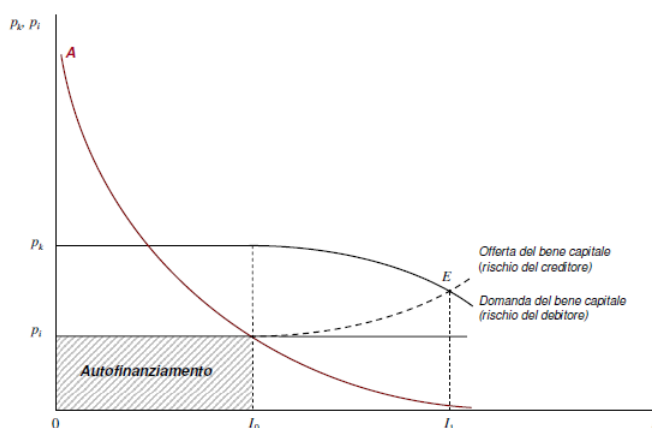


Fig. 1b. La determinazione del livello (reale) dell'investimento in presenza di rischi.  
Fonte: Passarella M. (2010), "Hyman P. Minsky e l'ipotesi di instabilità finanziaria".

Osservando il grafico 1b, possiamo definire l'area delimitata da  $P_i$ , prezzo di offerta dei beni capitali, e da  $I_0$ , quantità di risorse proprie dell'impresa, come l'autofinanziamento a cui l'impresa può attingere per concretizzare un certo tipo di attività. Se si supera tale area, ovvero se l'attività di impresa diventa più intensiva, le fonti di autofinanziamento interno non bastano più ed è necessario ricorrere al finanziamento da parte di terzi.

Il superamento della soglia  $I_0$ , causa una modificazione nella conformazione delle curve di domanda e di offerta dei beni capitali per via dell'insorgere del rischio del debitore e del rischio del creditore, entrambi direttamente proporzionali a  $I$ : il rischio del debitore ha natura soggettiva e riguarda le imprese. Infatti, più esse ricorrono al finanziamento esterno per stimolare la propria attività, più vedranno i propri profitti farsi via via più incerti. Il rischio del debitore, pertanto, è legato alla circostanza di non essere più in grado di restituire il denaro preso a prestito. Oltre la soglia di autofinanziamento, dunque, il prezzo di domanda  $P_k$  si

riduce al crescere dell'investimento. Il rischio del creditore, invece, è di tipo oggettivo ed è connesso all'eventualità che il denaro prestato dalle banche non ritorni alle stesse. Come precisato anche in precedenza, le banche, al crescere dell'investimento e dunque della percezione del rischio, introducono dei vincoli che rendono più difficoltoso investire. In particolare il prezzo di offerta del capitale, e con esso il prezzo di offerta dei beni capitali  $P_i$ , cresce al crescere dell'investimento.

Come evidenziato da Passarella<sup>2</sup>, il livello prescelto di investimento dipenderà dunque da

- le aspettative di profitto dell'investitore, che agiscono sulla posizione della curva di domanda del bene capitale;
- i costi di produzione e il mark-up del produttore, che agiscono sulla posizione della curva di offerta del bene capitale;
- il rischio del debitore e il rischio del creditore, che agiscono rispettivamente sulle due curve di domanda e di offerta. Più sono elevati, minore è l'investimento;
- il leverage<sup>3</sup> ereditato dal passato, che influisce sull'autofinanziamento disponibile per nuovi investimenti;

Dopo questi piccoli chiarimenti, proseguiamo con la spiegazione del modello.

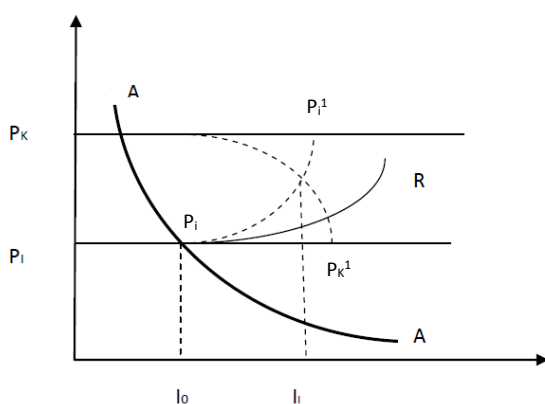


Fig. 2. Il modello dei due prezzi rappresentato a livello microeconomico.

Abbiamo detto che se  $P_k > P_i$ , le imprese sono invogliate a incrementare la propria produzione. Esse hanno la possibilità di farlo perché, in questa circostanza, non sono strettamente vincolate dalle proprie capacità di autofinanziamento, in quanto possono ricorrere a

<sup>2</sup> Passarella M. (2010), "Hyman P. Minsky e l'ipotesi di instabilità finanziaria".

<sup>3</sup> Il leverage (o leva finanziaria) denota il rapporto tra indebitamento finanziario netto e patrimonio netto di un'impresa. La CONSOB lo definisce come "uno strumento il cui utilizzo dà a un soggetto la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e, conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante, e di contro, di esporsi al rischio di perdite molto significative [...] infatti, se il sistema finanziario lavora con una leva molto elevata e gli istituti finanziari si prestano soldi a vicenda per moltiplicare i possibili profitti, la perdita di un singolo investitore può innescare un effetto domino contagiando l'intero mercato finanziario". L'uso della leva finanziaria è tipico degli investimenti azionari in prodotti derivati.



fonti di finanziamento esterno. Utilizzare capitale di terzi risulta essere una buona strategia per le imprese poiché se  $P_k > P_i$ , esse si aspettano che i profitti futuri attesi siano in grado di più che compensare i costi per l'indebitamento. Quindi, in generale, sono convinte di ottenere guadagni maggiori ampliando la produzione attraverso l'emissione di prestiti, piuttosto di produrre facendo perno solo sulle proprie disponibilità.

Man mano che però l'impresa prende a prestito capitale, le attese di profitto si fanno più incerte, rendendo il rischio più accentuato: ciò si osserva nella diminuzione del prezzo di domanda dei beni capitali,  $P_k$  (graficamente tale situazione si può osservare con lo spostamento di  $P_k$  in  $P_k^1$ ); anche per le banche aver prestato una considerevole quantità di capitale si traduce in un aumento del rischio che, a sua volta, spinge le stesse ad adottare condizioni più severe per la concessione di prestiti: per esempio aumentando il prezzo di offerta del capitale, che a sua volta fa aumentare il prezzo di offerta dei beni capitali,  $P_i$  (graficamente si può osservare attraverso lo spostamento di  $P_i$  in  $P_i^1$ ).

Sulla base di queste considerazioni, si può affermare che per l'impresa è ragionevole indebitarsi fino a  $I_1$ , cioè fino al punto in cui  $P_k^1$  e  $P_i^1$  coincidono e non oltre, altrimenti potrebbero generarsi le condizioni per la crisi: se l'impresa si indebita oltre la soglia di  $I_1$ , infatti, dovrà sostenere costi per l'indebitamento superiori alle proprie disponibilità, conducendo l'impresa verso la bancarotta.

Tuttavia, durante le fasi di massima espansione dell'economia, i rischi percepiti dall'imprenditore e dal prestatore tendono a diventare minimi, ciò significa che entrambi, in seguito all'euforia del momento, decidono di indebitarsi e di prestare denaro al di sopra della soglia consigliabile. Ciò non fa altro che accrescere la fragilità finanziaria delle imprese e più in generale del sistema economico poiché, una volta che le istituzioni finanziarie si accorgono che non hanno abbastanza entrate per coprire le uscite, esse alzano il tasso di interesse per recuperare le passività il prima possibile, così facendo però le imprese hanno ancora più difficoltà a ripagare quanto preso a prestito e a fare ulteriori investimenti, in questo modo il sistema si dirige verso la recessione.

Osserviamo graficamente quanto detto attraverso le diverse fasi del ciclo.

### Fase di avvio

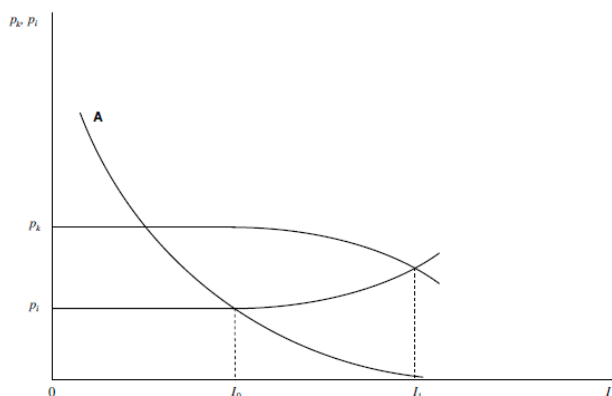


Fig. 3a. Gli investimenti e il ciclo: la fase di avvio.

Fonte: Passarella M. (2010), "Hyman P. Minsky e l'ipotesi di instabilità finanziaria".

### Fase di crescita

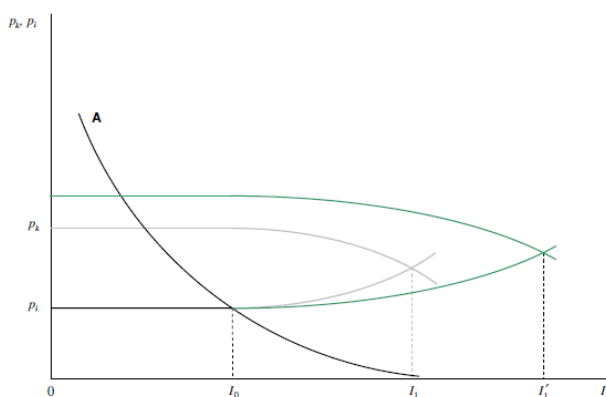


Fig. 3b. Gli investimenti e il ciclo: la fase di crescita.

Fonte: Passarella M. (2010), "Hyman P. Minsky e l'ipotesi di instabilità finanziaria".

La figura ci fa presente che durante una fase di crescita economica, le aspettative di profitto ottimistiche portano alla sottovalutazione del rischio, causando un vero e proprio boom economico: la domanda di nuovi beni capitali cresce considerevolmente grazie alla possibilità di ricorrere a finanziamenti con un tasso di interesse molto ridotto. La crescita degli investimenti dunque assume ampie dimensioni, così come anche l'indebitamento.

## Fase di recessione

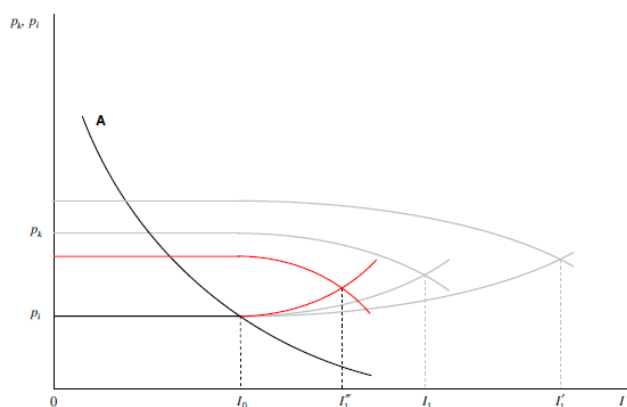


Fig. 3c. Gli investimenti e il ciclo: la fase di recessione.

Fonte: Passarella M. (2010), "Hyman P. Minsky e l'ipotesi di instabilità finanziaria".

Tuttavia, la fase di crescita non dura per sempre: presto ci sarà una fase di inversione in cui, per via delle attese di profitto ora diventate pessimistiche, la percezione del rischio torna ad aumentare; il tasso di interesse di concessione dei prestiti torna a crescere e ciò comporta l'abbandono dei finanziamenti in quanto più onerosi. Conseguentemente anche gli investimenti iniziano a calare e pian piano ci si avvia verso la fase recessione economica.

### 1.2.3 Il modello a due prezzi a livello macroeconomico

L'analisi qui descritta può essere applicata anche a un livello macroeconomico al fine di valutare come il livello aggregato degli investimenti incida sul funzionamento dell'intero sistema.

Graficamente è possibile rappresentare la prospettiva macroeconomica come segue.

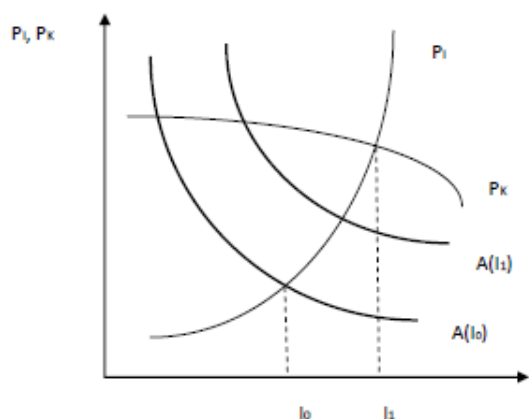


Fig. 4. Il modello a due prezzi rappresentato a livello macroeconomico.

È necessario fissare alcune precisazioni per capire appieno questa figura.

A livello macro, a differenza di quello micro, il prezzo di offerta dei beni capitali, espresso attraverso  $P_i$ , diviene sensibile alla quantità risorse richieste dall'aggregato delle imprese: essa avrà pertanto inclinazione positiva. Inoltre, l'autofinanziamento complessivo delle imprese è dipendente dal livello degli investimenti e quindi dal reddito globale e pertanto bisognerà considerare un'intera famiglia di iperboli equilateri.

Ora procediamo con la spiegazione del modello a livello macroeconomico.

Ragioniamo su una situazione in cui c'è una forte domanda di beni capitali da parte del mercato. Questa ingente domanda spinge il prezzo di tali beni verso l'alto, inducendo le imprese che li producono a pensare che un ulteriore ampliamento della loro offerta possa consentire la realizzazione di ottimi profitti. Espandere la produzione è possibile se si prende a prestito capitale da fonti esterne: le banche.

Il prestito che le imprese saranno disposte a chiedere alle banche sarà cospicuo poiché, trovandosi esse davanti a un'ingente domanda di beni capitali, avranno l'illusione di realizzare profitti attesi molto alti che permetteranno, oltre al conseguimento di un guadagno, di restituire quanto preso a prestito.

I profitti realizzati, in prima battuta, appariranno addirittura migliori rispetto a quelli che ci si prospettava e pertanto le imprese saranno indotte a produrre una quantità ancora maggiore di beni capitali. Per aumentare questa produzione si affideranno ad altri prestiti: esse non sfrutteranno completamente il prestito già emesso, ma ne richiederanno altri, stimolando in tale maniera un'espansione degli investimenti sorretta dai debiti.

In realtà i profitti realizzati sembrano migliori di quelli attesi poiché l'offerta dei beni capitali si adegua in ritardo rispetto alla domanda. Un incremento della domanda, quindi, genera subito un aumento dei prezzi dei beni capitali; di conseguenza gli imprenditori vedranno i loro profitti aumentare.

La produzione di nuovi beni capitali e l'aumento dei prezzi avranno luogo fino all'esaurimento dello stock di capitale che aveva generato l'aumento iniziale dei prezzi. Quando tali beni entrano a far parte dello stock di capitale esistente, il prezzo di questi beni tende a diminuire.

La situazione quindi si capovolge: la diminuzione del prezzo dei beni capitali fa sì che i profitti degli imprenditori diminuiscano a loro volta e che, di conseguenza, la loro capacità di restituire tutti i debiti contratti fino a quel momento diventi pressoché nulla.

Minsky afferma inoltre che “il livello dei prezzi dei prodotti finali è molto lento a modificarsi mentre il livello dei prezzi dei beni capitali è suscettibile di variazioni improvvise”<sup>4</sup>. Questo fatto spinge lo stesso economista a pensare che i titoli rappresentativi dei beni capitali siano inseriti all’interno di un sistema di borse valori in cui gli stessi vengono continuamente contrattati e ricontrattati.

Il repentino modificarsi dei prezzi dei beni capitali è dunque attribuibile al repentino mutamento del prezzo dei titoli rappresentativi i beni capitali stessi. I prezzi di questi titoli cambiano sulla base delle aspettative di due operatori particolari, ovvero banche e imprese.

Questi due soggetti formulano le loro attese in relazione al livello di fiducia che hanno sull’andamento dell’economia. Giacché la fiducia è facilmente influenzabile anche da eventi poco importanti, essa può subire brusche inversioni che si riversano sulle aspettative degli operatori che, mutando, impattano di conseguenza sull’intero sistema economico.

L’instabilità finanziaria dei sistemi capitalistici è da attribuire proprio a questo: banche e imprese prendono decisioni in base a valutazioni soggettive, per natura quindi incerte e assoggettate a frequenti cambiamenti, che contribuiscono a indebolire il sistema.

Il panorama economico è quindi condizionato dalle opinioni degli operatori e dalla natura delle relazioni finanziarie che si instaurano tra di essi.

### **1.3 Tassonomia delle posizioni finanziarie**

Altra analisi fondamentale per capire il funzionamento del sistema capitalistico è quella che Minsky propone a proposito delle posizioni finanziarie degli operatori.

Con operatori che influenzano il sistema, Minsky si riferisce in modo particolare a imprese e banche. Egli sostiene che entrambi i soggetti generino entrate e uscite monetarie: a seconda del rapporto esistente tra entrate e uscite possiamo distinguere tre posizioni in cui gli operatori possono ritrovarsi. La posizione che analizziamo per prima è quella “coperta”. Si è in una posizione coperta quando le entrate di contante sono superiori rispetto agli impegni di pagamento dovuti. In questo caso sarà possibile rimborsare anche la somma relativa agli interessi in quanto ci si attende che le entrate li coprano di gran lunga. Il debito sarà via via restituito fino alla sua estinzione e l’individuo sarà nuovamente in grado di aumentare il capitale proprio e la quantità di liquidità desiderata. Tale struttura finanziaria è esente dal rischio finanziario<sup>5</sup>, ma non dal rischio economico<sup>6</sup> che dipende invece dall’evoluzione dei mercati dei beni e del lavoro.

---

<sup>4</sup> Minsky P. H. (1981), “*Can ‘It’ Happen Again?*”, pp. 123.

<sup>5</sup> Il rischio finanziario incide sulla liquidità aziendale; esso è legato all’equilibrio tra entrate uscite monetarie.

<sup>6</sup> Il rischio economico incide sui risultati reddituali delle imprese; esso è legato all’equilibrio tra costi e ricavi.

La posizione si dice “speculativa” quando gli esborsi sono eccedenti rispetto ai flussi di reddito in entrata ma, nonostante ciò, si è in grado di coprire il costo dell’interesse sul debito. Per restituire il capitale preso a prestito sarà quindi necessario fare affidamento su un ulteriore finanziamento, a meno che non si ricorra ad eventuali riserve di liquidità o alla vendita di attività. La struttura finanziaria speculativa può essere soggetta anche al rischio finanziario: se si verifica un aumento del tasso di interesse non previsto, questo può trasformare i profitti attesi in perdite.

Il terzo tipo di posizione che Minsky individua è quella che opera in posizione “ultra speculativa” o posizione “Ponzi”<sup>7</sup>. Per questo tipo di posizione i flussi in entrata non sono sufficienti nemmeno per pagare gli interessi correnti, cosicché è necessario prendere a prestito, non soltanto per finanziare la restituzione della quota capitale sul prestito iniziale, ma anche per onorare il pagamento dei relativi interessi; si entra quindi in una vera e propria spirale debitoria. Per le posizioni Ponzi, anche piccolissime variazioni dei tassi a breve termine possono far svanire le quasi-rendite attese.

Secondo Minsky la natura di un sistema dipenderà da quale tipo di posizione prevale sulle altre. Se per esempio il sistema economico fosse perennemente in una condizione coperta ci sarebbe crescita continua, poiché le imprese, avendo entrate di gran lunga superiori rispetto agli esborsi, sarebbero in grado di rispettare in ogni momento i loro impegni contrattuali. Ciò, naturalmente, andrebbe a soddisfare sia le istituzioni finanziarie, dal momento che anch'esse otterrebbero un profitto in grado di coprire le spese e i prestiti, sia i lavoratori, i quali riceverebbero un reddito superiore alle passività emesse per finanziare il consumo.

Se questo stato dell'economia dovesse permanere per un certo lasso di tempo, come precisa Silipo B. D.<sup>8</sup>, “anche le aspettative a lungo termine sul reddito ottenuto dall’impiego dei beni capitali nel processo produttivo saranno influenzate per il meglio. Ciò riduce l’incertezza sul futuro anche per gli altri operatori e spingerà verso l’alto il prezzo dei beni capitali. A questa tendenza corrisponderà un aumento della domanda e dei prezzi dei beni d’investimento. Poiché prezzi crescenti sui nuovi beni capitali convalidano anche le aspettative di profitto di breve periodo dei produttori di questi beni, ne conseguirà anche un incremento degli investimenti. A sua volta, un aumento degli investimenti darà luogo a un’espansione della

---

<sup>7</sup> Il nome di tale posizione deriva da Charles Ponzi, noto per aver inventato l’omonimo schema. Lo schema Ponzi è un modello economico di vendita truffaldina che promette guadagni alle vittime, a patto che queste reclutino nuovi “investitori”, a loro volta soggetti alla truffa. Un esempio pratico: Un soggetto promette guadagni stellari su un investimento a breve termine non documentato. Senza un investimento documentato, solo pochi investitori danno fiducia alla persona. In un primo momento questa persona rispetterà i patti: pagherà quanto promesso, anche a costo di andare in perdita o prelevando fondi versati da nuovi investitori. Otterrà, in tale maniera, un’ottima fama che gli consentirà di aumentare il numero degli investitori e dunque il capitale investito; questo avviene perché i primi investitori, ripagati, parleranno bene dell’investimento e ciò attirerà nuove vittime. Una volta giunto al massimo del guadagno, il truffatore sparirà nel nulla con i soldi presenti in quel momento.

<sup>8</sup> Silipo B. D. (2009), “*Minsky e la crisi finanziaria*”.

domanda effettiva e dell'occupazione. Un'economia che si mantiene in posizione finanziaria coperta è quindi caratterizzata da una continua fase di crescita”.

In realtà però tutto questo non avviene: ci sono fattori endogeni, precisa Minsky, che porteranno sempre una situazione finanziaria coperta a diventare un vero e proprio boom speculativo. È proprio la natura del sistema capitalistico a rendere, come dice Minsky, “la stabilità destabilizzante”.

Se si prende in esame la stessa situazione finanziaria coperta, infatti, ci si accorgerà che in una fase di crescita come quella sopra descritta, ben presto si genererà una condizione di euforia generale tale da indurre le imprese a prestare meno attenzione agli introiti futuri, in quanto è certa, visto l'andamento del mercato, che li otterrà senza alcuna sorta di problemi e le banche a prestare denaro con bassi tassi di interesse e senza particolari garanzie e vincoli. La domanda di moneta dunque preme sull'offerta: ciò fa sì che aumenti la sua velocità di circolazione, ma anche che gli intermediari finanziari mettano a disposizione innovazioni finanziarie, ossia mezzi di pagamento sostitutivi della moneta stessa, c.d. quasi moneta<sup>9</sup>, per soddisfare la ricca domanda di prestiti.

Questo fenomeno genera due effetti: il primo è un aumento molto consistente dei finanziamenti da parte delle banche nei confronti delle imprese; il secondo è un vero e proprio boom borsistico.

Nella fase di boom borsistico, non è raro che si mettano in atto attività di tipo speculativo: alcuni operatori, infatti, non richiedono prestiti perché si aspettano di aumentare in modo cospicuo la propria attività, ma per sfruttare il futuro aumento del prezzo dei titoli e quindi ottenere un guadagno.

Tutto ciò genera profondi cambiamenti nel panorama finanziario:

- per le imprese si prospetta una situazione in cui i pagamenti dovuti aumentano molto più rapidamente rispetto alla crescita del reddito;
- la domanda di attività finanziarie protette, come moneta e buoni del tesoro, cala. Gli operatori preferiscono affidarsi ad altre attività, come i titoli finanziari;
- i prezzi dei titoli finanziari aumentano in modo esponenziale, andando a riflettere le aspettative della fase di boom e l'euforia generale;

L'insieme di questi fenomeni minaccia la solidità del sistema finanziario.

In particolare, secondo Minsky, ciò che spinge maggiormente il sistema finanziario verso l'instabilità, è il comportamento delle banche: il loro atteggiamento, infatti, determina il passaggio da aspettative positive ad aspettative negative nella fase di boom.

---

<sup>9</sup> Per quasi moneta si intende un bene economico diverso dalla moneta ma con un grado di liquidità simile; come esempi possiamo ricordare i depositi a risparmio e buoni del tesoro a breve termine.

Abbiamo detto che nella fase di boom, non curanti dei rischi che possono derivare dalla propria condotta superficiale, le banche prestano denaro senza particolari vincoli, quindi non tutelandosi per l'eventuale non ritorno degli stessi. Così è facile che si prospetti una situazione in cui le entrate non coprano le uscite.

Per uscire da questa spiacevole situazione, le banche devono cercare di aumentare i propri introiti e per farlo decidono di aumentare i tassi di interesse. La crescita dei tassi d'interesse però si ripercuote in maniera negativa sull'intera economia, in quanto modifica la posizione dei diversi operatori: le imprese che per esempio sulla base dei precedenti tassi d'interesse risultavano affidabili, in seguito all'aumento di questi, vedono la propria posizione compromessa, non solo perché gli interessi che pensavano di dover pagare sono aumentati e quindi avranno serie difficoltà nel restituirli, ma anche perché viene pregiudicata loro la possibilità fare ulteriori investimenti, in quanto più onerosi.

Per quanto riguarda il mercato azionario, gli speculatori non vedono le loro aspettative sul corso dei titoli realizzarsi e quindi si avviano verso la fase di perdita.

Il fallimento degli operatori in posizione speculativa, ultra speculativa e la mancata restituzione del capitale da parte delle imprese semina, infine, il panico tra le banche, trascinando anche queste ultime sull'orlo del baratro.

Come Silipo B. D. ci ricorda, Minsky afferma che “i fallimenti delle banche hanno ripercussioni su molte attività poiché moltissime unità detengono passività di queste istituzioni in misura maggiore di quanto detengono passività delle altre organizzazioni del settore privato”.

In breve potremo dire che la crescita dei tassi d'interesse porta imprese e operatori in posizione speculativa e ultra speculativa a essere insolventi; ciò fa sì che le istituzioni bancarie con cui tali operatori hanno legami, vengano coinvolte e trascinate verso il tracollo.

Possiamo asserire, dunque, che la posizione delle banche influenzi l'intero sistema economico: se le banche sono in una situazione positiva, questo stimola in positivo il comportamento di imprese e investitori; nel momento in cui le banche invertono la loro posizione, anche imprese e investitori vendono mutare la propria. Il sistema risulta essere quindi molto vulnerabile in quanto basta un piccolo cambiamento nella posizione delle banche per scatenare la crisi, trasformando una struttura apparentemente solida in una struttura estremamente fragile.



## 2. LA CRISI DEI SUBPRIME: UN'ANALISI MINSKIANA

### 2.1 le origini e le dinamiche della crisi

La più grande crisi economica che il mondo abbia mai visto è iniziata circa 9 anni fa, nell'ormai lontano 2007. Com'è noto essa ha avuto origine negli Stati Uniti d'America e si è manifestata con l'incapacità da parte delle famiglie americane di rimborsare i mutui immobiliari contratti con le banche nella fase di boom economico. I motivi dell'insolvenza sono riconducibili alle difficili condizioni economiche che i mutuatari si trovano ad affrontare, ma soprattutto al fatto che i mutui che le banche avevano concesso loro avevano basi tutt'altro che solide.

È facile dunque attribuire la responsabilità della crisi ai comportamenti avventati di banche e famiglie che si sono indebitate più di quanto era nelle loro possibilità. Non possono dirsi colpevoli di azioni azzardate le imprese non finanziarie: come gli altri due operatori hanno preso a prestito denaro, ma al contrario degli stessi lo hanno fatto in maniera cauta e attenta; negli anni precedenti lo scoppio della bolla, esse hanno preferito, grazie all'aumento dei rendimenti sulle azioni, ridurre l'indebitamento e aumentare la liquidità, con il vantaggio di rafforzare la loro posizione di bilancio.

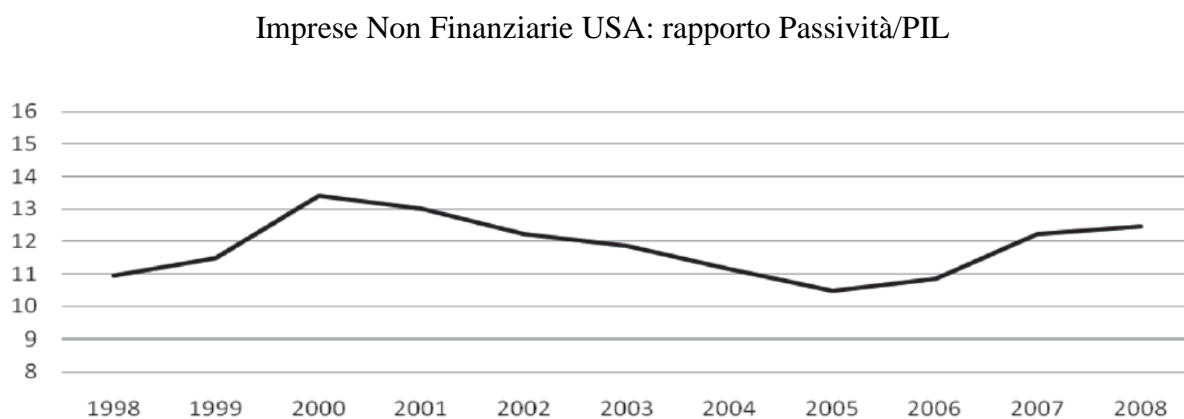


Fig. 5. Il rapporto passività/PIL delle imprese non finanziarie statunitensi.

Fonte: Flow and Funds Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Nella figura, infatti, si vuole evidenziare che le passività totali delle imprese non finanziarie sono andate diminuendo negli anni che vanno dal 2000 al 2005. Dal 2006 al 2008 il rapporto passività/PIL ha ripreso a crescere, rimanendo tuttavia piuttosto contenuto.

Tornando alle famiglie americane, possiamo affermare che esse si indebitano oltre le loro capacità di restituzione, non per azzardo, ma perché, oltre ad avere piena fiducia nel panorama economico positivo degli anni precedenti la crisi, erano pienamente convinte di avere gli

strumenti necessari per adempiere ai loro obblighi contrattuali. Questa convinzione è stata fortemente alimentata dalla decisione presa dall'allora direttore della FED, Alan Greenspan, di ridurre di molto il tasso di sconto tra il 2001 e il 2004: il tasso di sconto, ovvero il tasso a cui le banche centrali prestano denaro alle banche commerciali, si abbassò fino a sfiorare l'1% allo scopo di rilanciare l'economia statunitense in risposta alla bolla dot-com del 2000 e all'attacco terroristico dell'11 settembre.

Con un costo del denaro così irrisorio, le banche commerciali prendono a prestito sempre più denaro e lo concedono ad altri operatori in modo meno oculato e a tassi di interessi stracciati. Questi accadimenti generano nelle famiglie aspettative fin troppo rosee che le spingono a credere di avere le carte in regola per poter accendere mutui di cifre esorbitanti per acquistare la proprietà di un immobile.

I bassi tassi di interesse e l'eccessiva fiducia si traducono, pertanto, in una folle richiesta di sovvenzionamenti da parte di moltissime famiglie americane, anche quelle più disagiate, per acquistare la propria casa: come conseguenza si genera una forte richiesta di immobili che porta alle stelle il loro prezzo (15% in più in media l'anno).

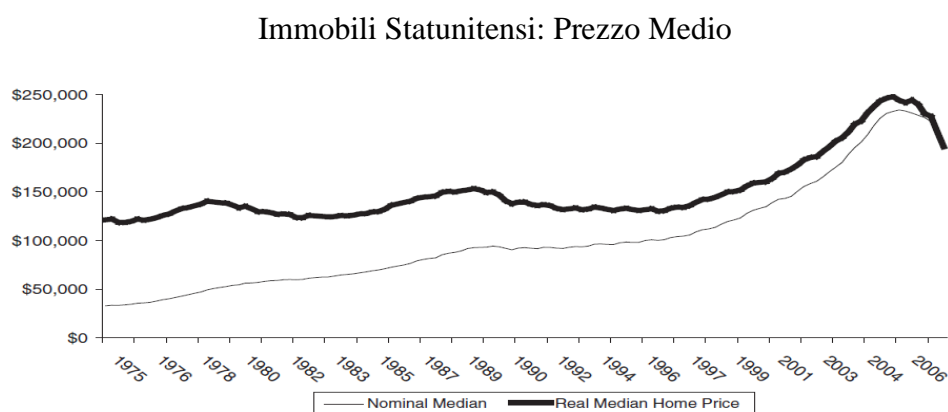


Fig. 6. Il prezzo medio delle case statunitensi (1975-2008).

Fonte: U.S. Census Bureau.

Le banche prestano denaro senza troppe remore ai richiedenti per una serie di ragioni. Innanzitutto confidano anch'esse nel clima economico favorevole, evidenziato dalla forte riduzione del rischio di credito: tra il 2000 fino allo scoppio della crisi, infatti, gli spread sui crediti erano scesi al minimo per via della diminuzione delle perdite derivanti dagli stessi.

Dopodiché vi è la motivazione legata al prezzo delle case: essendo quest'ultimo in continuo aumento, l'attività di concessione di prestiti, diventa per le banche assai conveniente, remunerativa e poco rischiosa. Addirittura esse iniziano a fare credito a chiunque, anche a

soggetti subprime<sup>10</sup>, senza porsi il problema di eventuali future difficoltà da parte di tali soggetti di rimborsare le rate dei mutui contratti. Anzi, se le famiglie mancano di restituire le rate, la banca ottiene un guadagno ancora maggiore: essa ha il diritto di pignorare l'immobile al fine di rivenderlo a un prezzo più alto dell'ammontare del mutuo concesso ottenendo, quindi, i relativi introiti.

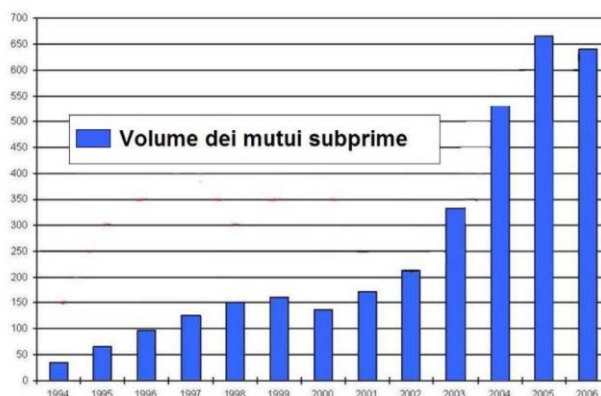


Fig. 7. Volume dei mutui subprime 1994-2006.

Fonte: Inside Mortgage Finance Publications, Dic. 2006.

Altro fondamentale motivo che spinge le banche a prestare denaro in maniera sconsiderata è legato alla possibilità di implementare processi di cartolarizzazione (o securitization)<sup>11</sup> senza alcun tipo di vincolo o limite, per via dell'assenza di regolamentazioni nel mercato finanziario.

Il processo di cartolarizzazione permette alle banche, tramite il suo operare, di accumulare sempre più denaro in modo da fare prestiti e dunque profitti in maniera sempre più consistente. Tale processo prevede che i mutui detenuti in portafoglio dalle banche vengano venduti a società finanziarie ad hoc, c.d. società veicolo<sup>12</sup>, che a loro volta li smembrano e li riassimilano in titoli cartolari per poi venderli sul mercato azionario.

<sup>10</sup> Il Dipartimento del Tesoro Americano definisce soggetti subprime coloro che "hanno una storia creditizia che include insolvenze, o addirittura problemi più gravi, come avvisi di garanzia, pignoramenti, e bancarotta".

<sup>11</sup> Stando alla definizione della CONSOB, la "cartolarizzazione" (o securitization) è una tecnica finanziaria usata per attingere risorse finanziarie aggiuntive sempre più diffusa nel panorama economico. La cartolarizzazione del debito è un processo attraverso il quale una o più attività finanziarie indivise e illiquide, in grado di generare dei flussi di cassa, quali ad esempio i crediti di una banca, vengono "trasformate" in attività divise e vendibili, ossia in titoli obbligazionari denominati *Asset Backed Securities* (ABS). A seconda del sottostante che viene cartolarizzato, si può parlare ad es. di titoli MBS (*mortgage backed securities*, il cui sottostante sono mutui), CDO (*collateralized debt obligation*, il cui sottostante sono titoli obbligazionari pubblici o privati), ABCP (*asset backed commercial paper*, il cui sottostante è rappresentato da crediti a brevissimo/breve termine).

<sup>12</sup> Treccani definisce società veicolo, un tipo di società finanziaria creata per portare a termine un unico compito speciale: il trasferimento di una massa di crediti, assistiti da vari tipi di garanzie non sempre di buona qualità, dalle istituzioni finanziarie che li hanno originati a un'ampia comunità di investitori.

Per capire però come il ricorso a questo strumento possa giovare alle banche, è necessario osservarlo nel dettaglio nell'esempio che segue: la banca presta dei soldi a un mutuatario per comprare una casa. In cambio, il mutuatario si impegna a ripagare il prestito in una serie di rate. Prima dell'implementazione della cartolarizzazione, la banca era costretta a mantenere in bilancio tale mutuo fino alla sua estinzione; quindi essa otteneva il suo guadagno solo dopo il versamento di tutte le rate e, per tale motivo, aveva un forte incentivo a tenere d'occhio il cliente e assicurarsi che restituisse quanto pattuito. Con il ricorso alla securitization tutto cambia: la banca può vendere immediatamente il mutuo alla società veicolo. Così facendo cede a quest'ultima il rischio di credito e ottiene un guadagno indipendente dalla riscossione delle rate. Per queste due ragioni la banca non è più interessata ad affidare i suoi soldi a soggetti raccomandabili e può cominciare subito a offrire altri mutui.

Il processo di cartolarizzazione, pertanto, permette alle banche, sfruttando la leva finanziaria, di prestare una quantità di denaro maggiore rispetto a quella che il capitale proprio a loro disposizione permetterebbe, a discapito però del rapporto di indebitamento che aumenta in modo cospicuo, come si può notare dalla fig. 8.

Rapporto di Indebitamento

15 : 1



Fig. 8. Rapporto di indebitamento delle banche e delle istituzioni finanziarie statunitensi tra il 2005-2006.

Fonte: *Inside Job*. Film. Charles Ferguson. USA.

Resta da spiegare perché la società veicolo è interessata all'acquisto dei mutui. Innanzitutto va ricordato che i soldi che la società veicolo impiega per comprare tali mutui, derivano dalla vendita degli stessi, sotto forma di titoli obbligazionari, presso il pubblico. I mutui, infatti, una volta presi in carico dalla società affiliata, vengono dapprima suddivisi in pacchetti più piccoli e poi riassembleti tra di loro sotto forma di attività di vario tipo, come per esempio i CDOs (Collateralised Debt Obligations). Questi titoli vengono poi rivenduti sul mercato azionario agli operatori, dietro la promessa di pagamento dei relativi interessi una volta incassate le rate dei finanziamenti concessi.

Ma perché le istituzioni finanziarie hanno interesse a fare tutto ciò? Esse hanno convenienza a prendersi in carico i mutui per una questione di guadagno: quando i mutuatari devono ripagare le rate del mutuo, ad esempio a un tasso pari al 5%, non versano più tale interesse

nelle casse della banca, bensì nelle casse della società veicolo che ha acquistato il mutuo. Questa società, tuttavia, dal momento che ha venduto i CDOs agli investitori, deve pagare loro gli interessi dovuti, per esempio del 3%; dunque, dalla differenza tra i tassi 5% - 3%, essa ottiene un profitto del 2%.

L'attività di queste istituzioni finanziarie, inoltre, è "priva" di rischio: il rischio di credito che la banca ha ceduto loro attraverso la vendita dei mutui, non rimane a pesare sulla loro attività poiché viene scaricato, a sua volta, sugli azionisti mediante la vendita dei CDOs. Riassumendo quanto detto, la cartolarizzazione crea un duplice risultato per banche e istituzioni finanziarie: introiti per entrambe e dispersione del rischio di credito derivante dai mutui.

Per far sì che il processo di securitization vada a buon fine è necessario che i CDOs vengano acquistati da altri operatori, come singoli soggetti, altre banche o società; in tal senso entrano in gioco due protagonisti chiave: le agenzie di rating e le compagnie assicurative.

Le agenzie di rating<sup>13</sup>, che si occupano di classificare i titoli sulla base della loro sicurezza, giocano un ruolo importante sull'acquisto dei CDOs, poiché la loro valutazione influenza o meno la loro vendita presso il pubblico. Queste agenzie assegnano ai CDOs un punteggio pari a una tripla A (il massimo), facendoli apparire come titoli a basso rischio, cosa che ovviamente non sono. Sono indotti a imbrogliare perché gli istituti finanziari offrono loro ampi compensi per dichiarare il falso.

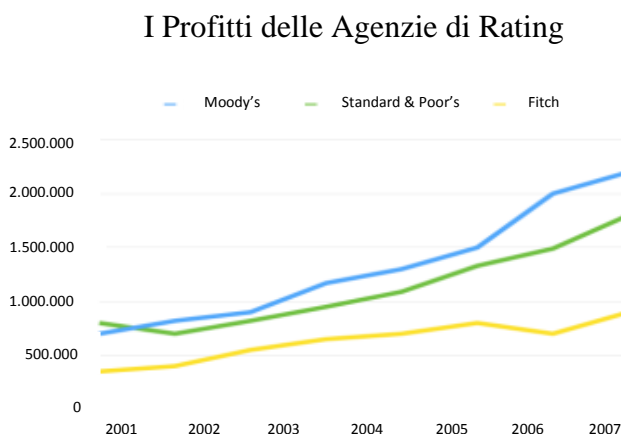


Fig. 9. Andamento approssimativo dei profitti delle agenzie di rating principali dopo aver assegnato punteggi AAA ai titoli CDO.

Fonte: *Inside Job*. Film. Charles Ferguson. USA.

La tripla A si traduce, dal canto suo, in un'ancor più folle impennata del mercato azionario poiché i CDOs sono considerati affidabili e vengono dunque desiderati da tutti.

<sup>13</sup> Un'agenzia di rating o agenzia di valutazione è una società che assegna un giudizio o valutazione (rating) riguardante la solidità e la solvibilità di una società emittente di titoli sul mercato azionario.

Anche le compagnie assicurative meritano attenzione dal momento che introducono sul campo un tipo di strumento derivato che costituisce un'altra vera e propria bomba ad orologeria: i c.d. Credit Default Swaps (CDSs). Le compagnie assicurative americane, come per esempio la AIG, spinte anch'esse dalla foga di guadagnare, decidono di creare degli altri strumenti derivati, i CDSs appunto, che fungono da polizze assicurative sui titoli CDOs: gli investitori che vogliono assicurare i CDOs, comprano i CDSs, un quarto della cui remunerazione va alla AIG come pagamento dell'assicurazione; qualora il CDO dovesse fallire la AIG si impegna a restituire, agli azionisti, il suo valore.

Il problema sta nel fatto che anche la AIG non ha un'attività sottoposta a regolamentazione e ciò significa che non è tenuta a mettere da parte dei soldi per eventuali perdite e che può vendere i CDSs anche a chi non possiede i CDOs, ovvero agli speculatori che in tal modo iniziano a scommettere in borsa sul fallimento degli stessi per ottenere dei profitti<sup>14</sup>.

La AIG, così come le altre agenzie assicurative impegnate in attività di questo tipo, inizia a fare guadagni incredibili.

Possiamo affermare che l'assenza di regolamentazioni ha reso il panorama economico statunitense ancor più complesso e pericoloso: le banche e le altre istituzioni finanziarie, non essendo assoggettate a particolari vincoli legali, possono ricorrere a processi di cartolarizzazione in modo incontrollato, emettendo mutui e titoli a loro correlati senza avere da parte eventuali somme per la loro copertura. Agendo quindi in un'ottica di mero profitto, il rischio cresce a un ritmo senza pari; curarsi di tale rischio, tuttavia, non è fra le priorità di tali istituzioni, poiché il processo in questione si occupa anche di scaricarlo sulla collettività.

La collettività si fida delle istituzioni sia per accendere mutui, sia per acquistare i titoli derivanti da questi, non perché poco attenta, ma perché il rischio era stato sapientemente nascosto: le banche avevano abbassato il costo del denaro e lo avevano offerto facilmente con la scusa del buon andamento economico; le agenzie di rating, pagate profumatamente, avevano dichiarato sicuri i titoli costruiti sui mutui; inoltre, la facoltà di ciascuno di poter assicurare i medesimi con altri titoli emessi da apposite compagnie, ha invogliato il loro acquisto.

In una situazione simile, ben presto si genera il vero e proprio boom economico e borsistico: le istituzioni offrono sempre più mutui e titoli e, pertanto, il prezzo di case e azioni aumenta spropositatamente, così come il loro acquisto.

---

<sup>14</sup> Il caso più clamoroso è quello della società finanziaria Goldman Sachs: nel 2006, quest'ultima scommetteva contro i CDOs mentre, allo stesso tempo, li vendeva ai suoi clienti spacciandoli come investimenti di alta qualità. La strategia di Goldman Sachs era quella di scommettere sui CDOs che non possedeva poiché, sapendoli spazzatura, sarebbe stata pagata una volta che gli stessi crollavano.

Il problema nasce, come verrà spiegato nel paragrafo che segue, quando si assiste ad un'inversione improvvisa che in questo caso è causata dall'aumento dei tassi di sconto e di interesse; questo fatto causa difficoltà nel pagamento delle rate dei mutui. Gli immobili vengono quindi messi all'asta e il loro prezzo crolla, come crolla quello dei titoli: il sistema finanziario è in tilt.

## 2.2 Lo scoppio della bolla

Poco prima dello scoppio della crisi, l'euforia degli operatori è all'apice: i guadagni delle banche e delle altre istituzioni finanziarie schizzano verso l'alto grazie alla continua emissione di mutui e quindi di titoli a loro correlati. Anche le famiglie e gli azionisti vedono le loro aspettative confermarsi poiché i titoli fruttano ottimi introiti. Per vari anni, quindi, la crescita del mercato azionario pare non volersi arrestare.

I primi segni del cedimento arrivano quando le famiglie americane dichiarano di non essere più in grado di adempiere all'impegno mensile relativo alle rate dei mutui.

Mutui ipotecari USA: Tasso di Insolvenza

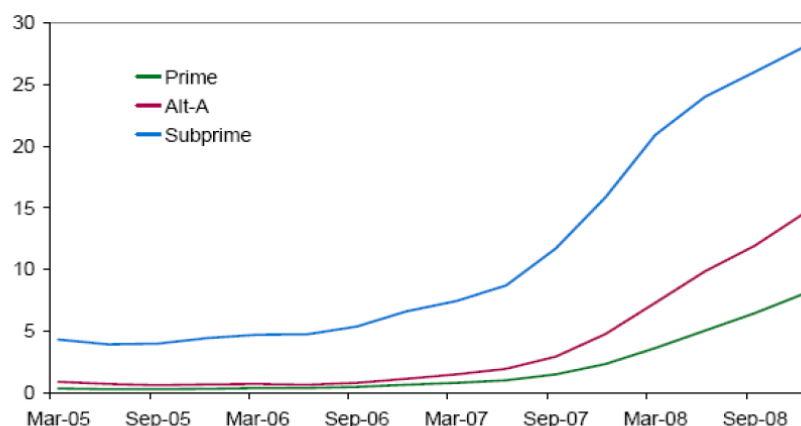


Fig. 10. Tasso di insolvenza dei mutui ipotecari USA in base alle diverse tipologie di debitori prime, atl-A e subprime (in percentuale ai prestiti totali).

Fonte: Bloomberg L.P.

Il motivo per cui questo avviene è correlato alla crescita improvvisa del tasso di sconto e dunque del tasso di interesse, rimasti al minimo per vari anni. Il tasso di sconto riprende a salire per due motivi: innanzitutto perché le preoccupazioni relative alla bolla di inizio secolo e all'attacco delle Torri Gemelle sono ormai lontane; in seguito perché la FED realizza che il ricorso agli strumenti derivati sta sfuggendo di mano. Per rallentare questo trend, pertanto, decide di aumentare progressivamente tale tasso che, secondo i dati della FED, dal 2% del giugno 2003 arriva al 4,50% dell'agosto del 2005 per poi proseguire ulteriormente fino a un massimo del 6% nel maggio del 2007.

L'aumento del tasso di sconto ricade sul tasso di interesse che rende, da un lato, i finanziamenti più onerosi e, dall'altro, impedisce ai mutuatari di affrontare il pagamento delle rate dei mutui già in essere. Il pagamento di tali rate risulta compromesso poiché queste ultime erano fissate a un tasso di interesse variabile: ciò significa che se varia il tasso di sconto, varia il tasso di interesse applicato e dunque varia anche l'importo della rata.

Il mancato adempimento degli oneri contrattuali causa il blocco dei flussi di pagamento che stanno alla base della cartolarizzazione, seminando il caos nell'intero sistema: non ricevendo le rate dei mutui, le Società Veicolo non riescono più a pagare gli interessi sui CDOs, poiché non hanno più entrate con cui farvi fronte. Il valore dei CDOs, di conseguenza, inizia a scendere in picchiata e i possessori iniziano a registrare considerevoli perdite.

Privi di denaro e dei risparmi di una vita, investitori e risparmiatori realizzano, per la prima volta, che tutte le scelte di investimento e d'indebitamento fatte, sono state spinte da un entusiasmo sconsiderato che non rispecchia per nulla il vero corso del mercato: i CDOs non erano sicuri e remunerativi come tanti professavano e altrettanti credevano, i CDOs sono veri e propri titoli tossici<sup>15</sup>.

Tale disagio, infine, si trasmette alle banche: abbiamo detto che le banche hanno potuto concedere una quantità di prestiti superiore rispetto alle loro possibilità, grazie all'intervento delle società veicolo, le quali hanno venduto i mutui concessi dalle banche sotto forma di titoli. Da questa vendita hanno ottenuto un compenso e lo hanno versato nelle casse delle banche che hanno quindi potuto fare nuovo credito.

Quando però si assiste all'arresto del processo di cartolarizzazione, le società veicolo non sono più in grado di rifilare i CDOs agli operatori; esse quindi si trovano prive di liquidità e pertanto impossibilitate a prendersi in carico altri mutui; la banca non può più contare sull'acquisto dei prestiti da parte della società veicolo e vede, di conseguenza, venir meno gli introiti che le consentono di fare nuovo credito e/o di pagare i suoi creditori.

Sull'orlo della bancarotta, si prova a recuperare denaro pignorando le case che le famiglie avevano acquistato per mezzo dei finanziamenti: tuttavia, da tale vendita, si ricavano cifre assai ridotte rispetto a quelle che erano state elargite poiché, mettendo all'asta un numero consistente di immobili, la loro offerta aumenta e di conseguenza il loro valore cala.

Arrivati a questo punto, non resta che ricorrere ai prestiti di altre banche. Queste ultime, tuttavia, sono restie a prestare denaro in un momento di simile tensione, poiché la crisi di

---

<sup>15</sup> Con il termine "titolo tossico", si intende un titolo di credito derivato dalla cartolarizzazione dei mutui e prestiti subprime e venduto dalle banche ai propri clienti (tra cui, spesso, fondi di investimento) come obbligazioni a basso rischio finanziario, ma rivelatisi di scarsa qualità o dal valore completamente azzerato a causa della sottostima del rischio da parte le agenzie di valutazione e degli operatori.



liquidità ha generato una crisi di fiducia: se ogni banca si aspetta che le altre non siano disponibili a prestare soldi sul mercato interbancario, terrà per sé le sue riserve liquide e non le presterà a chi ne ha davvero bisogno; tutto ciò causa un inceppamento dei mercati bancari che conduce di conseguenza al c.d. credit crunch<sup>16</sup>. Se, ad esempio, una banca ha bisogno di fondi ma non può rivolgersi ad altre banche, ha due possibili alternative: vendere le attività liquidabili “buone”, ovvero le altre obbligazioni e azioni in suo possesso, determinando però in questo modo una caduta generale del loro valore; oppure ridurre la concessione di credito alle famiglie e alle imprese.

La spirale della crisi di liquidità e le perdite legate ai mutui portano, a partire dal 2007, al fallimento di alcuni tra i più grossi imperi finanziari, tra cui ricordiamo per esempio Bear Stearns, Fannie Mae e Freddie Mac, Lehman Brothers, AIG, Washington Mutual, tutte in qualche modo salvate ad eccezione di Lehman Brothers.

Ma è tra il settembre e l'ottobre del 2008 che l'economia subisce il colpo peggiore: la crisi finanziaria passa all'economia reale. La forte stretta creditizia impedisce a famiglie e imprese di ricorrere a eventuali prestiti; il crollo dei prezzi delle case e delle Borse riduce, da un lato, i consumi e gli investimenti delle famiglie e, dall'altro, il volume dell'attività edilizia.

Tali accadimenti conducono inevitabilmente alla caduta del prodotto interno lordo nei principali paesi industrializzati e a un aumento della disoccupazione senza precedenti.

A fronte dell'analisi appena affrontata, possiamo concludere che l'esasperato indebitamento, la concessione di prestiti anche a soggetti subprime, il ricorso alla leva finanziaria per espandere l'attivo e la speculazione hanno iniettato una dose di fragilità al sistema finanziario senza pari e innescato il meccanismo che lo ha condotto alla rovina.

## **2.3 La crisi del 2007 e l'ipotesi di instabilità finanziaria a confronto**

### *2.3.1 Analogie*

Il capitolo precedente ha descritto gli eventi principali della crisi che ha sconvolto il mondo. Tali accadimenti ci portano a confermare la teoria di instabilità finanziaria di Minsky: essa infatti ha saputo descrivere in modo minuzioso l'operare di questa depressione prima ancora che avesse luogo. In particolare, vengono consolidate due teorie: innanzitutto ci si accorge immediatamente che, come sostenuto dall'economista, il comportamento degli operatori, dettato dalla percezione sul rischio, gioca un ruolo fondamentale anche nel caso in esame. Se

---

<sup>16</sup> Con il termine credit crunch (stretta creditizia) si vuole indicare un calo significativo e improvviso dell'offerta di credito al termine di un prolungato periodo espansivo, che rende la fase recessiva ancora più inasprita.

per esempio, per via del periodo economico prospero o a causa degli incentivi presi dalle autorità, il rischio vissuto dagli operatori diminuisce, essi sono portati ad aumentare di conseguenza il loro indebitamento. Nel caso della crisi, possiamo ritrovare tale aspetto in maniera massiccia sia osservando le banche, sia osservando le famiglie: il boom immobiliare e l'abbassamento del costo del denaro, generano un'euforia senza pari che porta le famiglie americane a sviluppare aspettative tanto ottimistiche da chiedere finanziamenti di cifre inimmaginabili e spinge le banche, per gli stessi motivi, ad accogliere tali esagerate richieste. Se quindi, per via dell'euforia generale, le famiglie si indebitano al di sopra delle loro capacità di restituzione, appare ovvio che ad un certo punto esse non saranno più in grado di far fronte alle proprie passività: l'insolvenza da parte di questi soggetti determina quindi considerevoli perdite. Perdite che portano il sistema allo stallo economico e rendono più restie le banche alla concessione di altro denaro, generando una vera e propria stretta creditizia che porta alla conferma dell'altra teoria minskiana riguardante la moneta: la creazione di moneta è endogena alle banche sia nella fase crescente sia nella fase discendente del ciclo. Nella fase di espansione la banca crea la moneta a suo piacimento, addirittura in maniera superiore rispetto alle sue reali possibilità: nella crisi del 2008 è agevolata in ciò poiché può ricorrere ai nuovi strumenti finanziari derivati; nella fase di depressione, l'ipotesi è ugualmente confermata, in quanto sono le banche stesse che frenano il flusso di liquidità all'interno del mercato interbancario in base alla propria percezione sul rischio.

### *2.3.2 Differenze:*

Come detto, la crisi segue passo passo quanto predetto da Minsky. Ciò che Minsky non riesce a prevedere riguarda, infatti, la sua forza distruttiva sul sistema economico mondiale.

L'economista non riesce a immaginare un impatto tanto violento poiché viene ingannato dal sistema capitalistico su cui lui basa le sue osservazioni. Come ben sappiamo, il capitalismo, da che esiste, è solito mutare passando da una grande fase con particolari caratteristiche a un'altra, ed è proprio questo fatto che obbliga la teoria di instabilità finanziaria ad essere in parte rivista e adeguata al contesto storico: il capitalismo studiato da Minsky, durante la messa a punto della sua riflessione, è diverso rispetto a quello in cui la crisi ha attecchito.

Egli stesso, in realtà, aveva intravisto questo cambiamento, seppur anni dopo rispetto la formulazione della sua teoria<sup>17</sup>, tanto da coniare il termine che tuttora si usa per definire questa nuova fase: Money Manager Capitalism.

---

<sup>17</sup> La teoria di instabilità finanziaria non considera l'agire del "nuovo capitalismo" poiché l'autore, formulandola attorno alla metà degli anni 70, non aveva ancora percepito l'imminente cambiamento. Se ne accorgerà solamente negli anni successivi. Questo richiede dunque una revisione della teoria per poterla applicare correttamente ai fatti più recenti.

Il capitalismo analizzato da Minsky durante gli anni della teoria di instabilità finanziaria è incentrato sull'operare di banche e imprese non finanziarie e, sebbene presente in buona misura, non è indirizzato in modo ossessivo verso l'attività borsistica e speculativa, al contrario invece della fase capitalistica che viviamo oggi.

Il capitalismo odierno, il Money Manager Capitalism, assegna ruoli di importanza, oltre alle banche, alle c.d. imprese finanziarie e ad altri operatori privati, come famiglie e investitori. Questi soggetti sono, molto più che in passato, alla spasmodica ed esasperata ricerca di facili guadagni. Guadagni che possono ottenere mediante il ricorso, anche esagerato, a processi di securitization e all'investimento in titoli finanziari di vario genere. In questo nuovo capitalismo, dunque, il perno attorno cui tutto ruota è la finanza.

Diventate protagoniste banche, imprese finanziarie e famiglie, nel Money Manager Capitalism vengono messe in ombra le imprese non finanziarie. Tale accadimento viene confermato anche nella crisi del 2008, dove queste ultime assumono un ruolo piuttosto marginale.

Prima dell'avvento del "nuovo" capitalismo, le imprese finanziarie non avevano un'importanza tale da meritare menzione. Oggi invece esse hanno guadagnato terreno in modo incredibile: per capire come, è necessario analizzare il cambiamento nell'universo bancario. Negli ultimi anni, le banche hanno assunto un ruolo diverso e più incentrato sul rischio, rispetto a quello che la teoria minskiana considera: negli anni della stesura della teoria, il modello di business bancario conosciuto e utilizzato era il c.d. "originate-and-hold", il quale prevedeva che la banca emittente dei prestiti li mantenesse in bilancio fino alla loro scadenza, preoccupandosi di accantonare capitale per far fronte all'eventuale mancata restituzione. Ciò significa che al tempo le banche erano molto prudenti nell'assegnare finanziamenti poiché correvano il rischio di non vederli più tornare indietro. Oggi invece si è passati al c.d. modello "originate-to-distribute", modello orientato al mero guadagno: l'intermediario emette, come nel caso precedente, prestiti nei confronti dei richiedenti ma poi ha la facoltà, sfruttando le tecniche di cartolarizzazione permesse dal nuovo sistema, di trasferire il debito ad altre imprese, le imprese finanziarie per l'appunto, recuperando utili, smaltendo rischi e ricominciando pertanto a fare nuovo credito.

Le imprese finanziarie, dunque, hanno il ruolo di comprare i mutui spesso tossici offerti dalle banche. Di certo, non si fanno carico di questo impegno per bontà d'animo, esse infatti lo associano a una grande fonte di guadagno: una volta acquistati i mutui, esse li trasformano in titoli che rivendono alla collettività, con la promessa di remunerare gli interessi una volta

onorate le rate da parte dei mutuatari. Anche loro quindi smaltiscono il rischio e incamerano denaro.

Il panorama finanziario appare, quindi, radicalmente cambiato: alle banche e alle finanziarie importa solo riempire le proprie tasche e non guardano alle conseguenze che tale egoismo può avere sulle sorti della società.

Le banche non hanno più interesse a garantire buoni progetti d'investimento poiché, se questi non vanno a buon fine, la responsabilità non grava sulle loro spalle. Ciò a cui aspirano è il guadagno e per guadagnare di più, devono stipulare più mutui possibili: più mutui emettono, più mutui vendono alle società affiliate, e più soldi ottengono.

Senza scrupoli, come detto, si rivelano anche le imprese finanziarie che, pur di vedere gonfiati i loro portafogli, vendono i titoli derivati dai mutui anche sapendoli tossici: poco importa se a lungo andare si espone il sistema a un possibile collasso, perché ciò che per loro conta davvero è l'arricchimento.

Tale già pericolosa situazione viene peggiorata dalla deregulation: tutti possono fare ciò che vogliono senza limitazioni; tutti possono mettere a repentaglio il sistema pur di accumulare ricchezza.

Questa esasperata ricerca del guadagno espone le fondamenta del sistema a una minaccia senza precedenti: nell'analisi di Minsky, appena i debitori dichiarano di non essere in grado di far fronte alle proprie passività, essi falliscono e con loro le banche che avevano permesso di accendere mutui tanto folli, e i pochi speculatori che volevano tentare la fortuna scommettendo sul rialzo del prezzo dei titoli. Nel nuovo sistema, invece, la mancata restituzione del denaro, non porta al solo fallimento di mutuatari, mutuanti e occasionali speculatori, ma anche delle imprese finanziarie emittenti dei titoli correlati ai mutui, delle agenzie di rating, delle compagnie assicurative e soprattutto di tutti gli azionisti che avevano investito i loro risparmi in tali titoli. Si tratta dunque di un vero e proprio default generalizzato. Default che non sconvolge solo l'America, ma il mondo intero: con la globalizzazione finanziaria, i titoli tossici sono potuti circolare e infiltrarsi ovunque.

Il mancato pagamento delle rate dei mutui, genera una spirale di fallimenti che manda in tilt il sistema economico mondiale.

Tirando le somme, possiamo affermare che la teoria di instabilità finanziaria spieghi ancora in modo efficace il corso delle crisi economiche. Tuttavia è bene che tale teoria venga adeguata

al contesto economico ogniqualvolta questo cambi. Nel caso della crisi del 2007, la teoria non considera l'avvento del Money Manager Capitalism e con lui tutte le novità che ne derivano. Il Money Manager Capitalism antepone, come mai prima, l'arricchimento alla ricerca di stabilità e sicurezza. Mette in campo a tale scopo innovazioni finanziarie, talvolta pericolose, modifica il ruolo delle banche e porta in superficie quello delle imprese finanziarie. Esso dunque sposta sempre di più il suo focus verso l'universo dell'attività finanziaria e borsistica, rendendo di conseguenza il sistema capitalistico, già per natura fragile, un vero e proprio castello di carte.

### 3. COME PREVENIRE LA CRISI IN UNA PROSPETTIVA MINSKIANA

Minsky afferma che la crisi è una normale conseguenza del ciclo economico del sistema capitalistico. Ciò però non significa che essa non possa essere prevista e in qualche modo evitata. Secondo l'economista, infatti, una crisi può essere scongiurata se l'intervento pubblico viene gestito nel modo corretto. Predisporre il miglior intervento, tuttavia, è tutt'altro che semplice.

Innanzitutto va precisato che vi è la necessità di un intervento pubblico che vada ben oltre l'impiego della spesa pubblica in disavanzo o il ricorso alla Banca Centrale come prestatore di ultima istanza. Queste due misure, infatti, sono opportune come risposta a una crisi già in atto: da un lato la spesa pubblica in disavanzo, sostenendo la domanda effettiva e i profitti delle imprese, evita crisi di liquidità. Dall'altro lato, l'intervento della Banca Centrale che agisce da prestatore di ultima istanza, immette nel mercato la liquidità necessaria a frenare il rialzo dei tassi di interesse e la caduta del valore dei titoli; in questo modo la Banca Centrale è in grado di imporre un punto di svolta inferiore più elevato al ciclo: acquistando titoli sul mercato e fornendo liquidità, infatti, impedisce che il crollo dei prezzi delle attività finanziarie si ripercuota sui prezzi delle attività reali.

Per quanto concerne l'utilizzo di una politica monetaria di fornitura illimitata di liquidità a bassi tassi di interesse si fa presente che, per almeno due ragioni, essa non è più una risposta efficace alla crisi: in primo luogo perché nelle fasi di grave crisi può determinarsi una trappola di liquidità; inoltre perché a lungo andare ciò può aumentare in modo preoccupante il peso delle posizioni speculative e ultra speculative.

Se quel che si vuole però non è uscire da una crisi ma evitarla a priori, rendendo il sistema capitalistico più stabile e sicuro, servono misure ben diverse. Definire le misure perfette da intraprendere, tuttavia, è impossibile dal momento che contesti e realtà diverse, richiedono politiche e interventi diversi. Ciò nonostante, è possibile mettere in atto un programma di riforme che in via generale semplifichi e rinforzi la struttura finanziaria conferendole, in tal modo, le premesse per un'espansione più solida e duratura. Il programma consigliabile prevede che all'innovazione di banche, imprese finanziarie e strumenti a loro disposizione corrispondano l'innovazione istituzionale e la riforma del settore pubblico. Tra i suggerimenti di Minsky meritano di essere ricordati quelli di cui anche il Professore Riccardo Bellofiore<sup>18</sup> fa menzione, ovvero

- lo stabilimento di vincoli alle passività delle imprese finanziarie;

---

<sup>18</sup> Bellofiore R. (2009), *“L'ipotesi della instabilità finanziaria e il ‘nuovo’ capitalismo”*.

- interventi fiscali che favoriscano il ricorso al finanziamento azionario rispetto a quello tramite debito;
- lo stimolo alla produzione di beni di consumo mediante tecniche a minore intensità di capitale;
- una struttura del bilancio pubblico che vada automaticamente in avanzo/disavanzo con alti/bassi livelli di investimento, reddito e occupazione;
- un riordino della composizione della spesa pubblica, che vada a scapito della spesa per armamenti, e che favorisca programmi per l'occupazione e di fornitura di beni e servizi utili; dunque l'intervento del governo come "datore di lavoro di ultima istanza" e perno di una vera e propria socializzazione degli investimenti;
- politiche a favore di banche e imprese di piccola e media dimensione rispetto alle grandi conglomerate;

#### 4. CONCLUSIONI

La prima parte del lavoro è stata incentrata sull'esplicazione della teoria d'instabilità finanziaria elaborata da Hyman Minsky, che mi è stata d'aiuto per affrontare il tema dello stallo economico del 2008. In particolare, l'obiettivo principale di questo elaborato era quello di stabilire se la crisi fosse effettivamente riconducibile all'ipotesi di instabilità finanziaria dell'economista, sebbene essa fosse stata formulata diversi anni prima. L'obiettivo è stato raggiunto, in quanto, sulla base di quanto illustrato, gli eventi della crisi confermano la teoria, in particolare le idee secondo cui l'offerta di moneta è sempre endogena al sistema e che il sistema capitalistico è per definizione instabile, poiché subisce repentine inversioni a seconda delle aspettative degli operatori coinvolti.

L'ipotesi, quindi, non viene smentita ma anzi rafforzata, sebbene vi sia comunque la necessità di adeguarla al contesto capitalistico dei nostri giorni. Nel Money Manager Capitalism, infatti, gli operatori maggiormente coinvolti, al contrario di quanto esposto da Minsky, sono, oltre alle banche, le famiglie e soprattutto le imprese finanziarie. Le imprese finanziarie prendono il posto di quelle non finanziarie poiché il panorama economico sposta il suo focus nella direzione delle borse, dei titoli e soprattutto degli strumenti finanziari derivati, che consentono, come mai prima di allora, di gonfiare i guadagni eliminando il rischio attraverso la distribuzione dello stesso sulla collettività.

Tuttavia, distribuire il rischio sulla collettività, nonostante gli enormi introiti, rende il sistema ancor più precario rispetto a quello preso in esame da Minsky. A tale situazione, in cui ricorrere agli strumenti derivati nonostante la loro pericolosità è all'ordine del giorno, si sommano le attività speculative e ultra speculative che prendono il sopravvento nella nuova organizzazione dell'economia, rendendo le bolle speculative di dimensioni sempre maggiori e di conseguenza sempre più pericolose. Anche quella del 2008, per i motivi elencati, diventa una vera e propria bolla speculativa e, come tale, a un certo punto esplose trascinando dapprima l'economia finanziaria e poi quella reale verso un baratro che sembra non avere fine. Anche stavolta però il contributo di Minsky può esserci d'aiuto per vedere una luce alla fine di questo lungo tunnel: l'intervento della banca centrale e la giusta politica fiscale possono aiutarci, seppur in maniera molto lenta, a risorgere da queste ceneri.

Tuttavia, è bene far presente, che se avessimo dato ascolto alle indicazioni che Minsky ci aveva preventivamente fornito anni fa, non ci saremo mai dovuti porre il problema di superare una crisi: se alla continua innovazione e trasformazione di banche, imprese finanziarie e relativi strumenti, avessero seguito innovazioni altrettanto buone delle istituzioni e le giuste riforme del settore pubblico, buona parte dei problemi di oggi sarebbero a noi sconosciuti.



## 5. RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI E FILMOGRAFICI

- BEHLUL T. (2011), “*Was it really a Minsky Moment?*”, in *Journal of Post Keynesian Economics*, 34 (1), pp. 137-152.
- BELLOFIORE, R. (2009), “*L’ipotesi della instabilità finanziaria e il ‘nuovo’ capitalismo*”, Paper presentato al Workshop “*The complexity of financial crisis in a long period perspective: facts, theory and models*”, Università di Siena, 23- 24 marzo 2009.
- BELLOFIORE, R., HALEVI, J. (2000), “*La grande recessione e la terza crisi della teoria economica*”, Convegno “*La crisi globale. Contributi alla critica della teoria e della politica economica*”, Siena, 26-27 gennaio 2010.
- BIANCHI C. “*La crisi globale del 2007-2009: cause e conseguenze*”, Università degli studi di Pavia.
- CASSIDY, J. (2008), “*The Minsky Moment, subprime mortgage crisis and possible recession*”, *The New Yorker*, 4 febbraio, pp. 1-2.
- *Inside Job* (2010). Film. Diretto da FERGUSON, C. USA: *Representational Pictures, Screen Pass Pictures*.
- LESTER H. (2009), “*One huge ‘Minsky Moment’: lesson from the financial crisis*”, in *Social and Economic Studies*, 58(2), pp. 77-85.
- PASSARELLA, M. (2010), “*Hyman P. Minsky e l’ipotesi di instabilità finanziaria*”, in *Lezioni di Economia Monetaria* (parte 4). Università degli studi dell’Insubria, Corso di Economia dei Mercati Monetari e Finanziari.
- RONCAGLIA, A. (2012), “*Hyman Minsky e la crisi*”, Paper presentato al Convegno “*La crisi finanziaria e i suoi sviluppi: gli insegnamenti di Hyman Minsky*”, Roma, 10 settembre 2012.
- SILIPO, D. B. (2009), “*Minsky e la crisi finanziaria*”, Working Paper n. 09, Università della Calabria, dipartimento di Economia e Statistica.
- WHALEN, C. (2008), “*Understanding the credit crunch as a Minsky Moment*”, in *Challenge*, 51(1), pp. 91–109.
- WRAY, L. R. (2011), “*Minsky’s Money Manager Capitalism and the global financial crisis*”, in *International Journal of Political Economy*, 40 (2), pp. 5–20.