

UNIVERSITÀ DELLA CALABRIA



Dipartimento di Economia e Statistica
Ponte Pietro Bucci, Cubo 0/C
87036 Arcavacata di Rende (Cosenza)
Italy

<http://www.ecostat.unical.it/>

Working Paper n. 09 - 2009

MINSKY E LA CRISI FINANZIARIA

Damiano Bruno Silipo
Dipartimento di Economia e Statistica
Università della Calabria
Ponte Pietro Bucci, Cubo 1/C
Tel.: +39 0984 492451
Fax: +39 0984 492421
e-mail: silipo@unical.it

Maggio 2009



MINSKY E LA CRISI FINANZIARIA *

di

Damiano Bruno Silipo ♦

Abstract

Il lavoro si propone di ricostruire la teoria dell'instabilità finanziaria del capitalismo di Hyman Minsky e di valutare la sua rilevanza nella spiegazione della crisi attuale.

La prima parte del lavoro è dedicata alla ricostruzione del pensiero di Minsky. Partendo da una descrizione del comportamento degli agenti economici e dalle relazioni finanziarie che si stabiliscono in un'economia capitalistica, particolare attenzione viene dedicata all'analisi minskyana del comportamento di banche e imprese e alle condizioni che determinano il livello degli investimenti e dell'attività economica. Al riguardo, si mostra come le aspettative ottimistiche e le posizioni speculative degli operatori generano il boom. D'altra parte, nel boom si pongono le premesse per la crisi, dovendo le banche finanziare le proprie attività a lungo termine con passività a breve e trovando in questa fase maggiori difficoltà a raccogliere liquidità presso i risparmiatori. La mancata restituzione dei prestiti innesca la crisi, che viene aggravata da un aumento dei tassi d'interesse e dell'avversione al rischio degli operatori. In una situazione in cui sono diffuse le posizioni speculative e ultraspeculative il fallimento di poche unità trascina le altre nella crisi finanziaria. A quest'ultima fase segue la deflazione da debiti e la depressione economica.

Nella seconda parte del lavoro si ripercorrono le principali vicende della crisi attuale, mettendo in rilievo analogie e differenze con l'analisi di Minsky. In particolare si mostra come, pur nella diversità dei fattori che hanno generato l'attuale crisi finanziaria, rimane valido il contributo di Minsky sull'analisi delle determinanti del ciclo economico e sul ruolo della politica economica. Comunque, diversamente da quanto ipotizzato da Minsky, l'attuale crisi finanziaria dimostra che non solo le imprese ma anche le famiglie hanno un ruolo rilevante nella determinazione del livello e della composizione della produzione.

* Rivolgo un particolare ringraziamento al prof. Augusto Graziani per i commenti ricevuti nelle diverse fasi di questo lavoro. Naturalmente, le responsabilità di quanto qui sostenuto sono soltanto mie.

♦ Dipartimento di Economia e Statistica –Università della Calabria.

Introduzione

Nell'ambito del filone post-keynesiano, l'interpretazione del funzionamento del capitalismo di Hyman Minsky presenta tratti di originalità oltre che di modernità.

Secondo Minsky l'economia può essere analizzata partendo dalle relazioni finanziarie che si stabiliscono tra i diversi soggetti economici (famiglie, imprese, banche, Stato). Comunque, nel sistema capitalistico un ruolo preponderante assume il rapporto tra banche e imprese per il finanziamento della produzione e degli investimenti. Questi ultimi sono soggetti sia alle aspettative imprenditoriali sui flussi di contante, che a quelle dei banchieri sulla capacità delle imprese di convalidare le passività emesse.

Così, l'andamento del sistema economico dipende dalla capacità delle imprese di restituire i debiti contratti con le banche. Questa possibilità, a sua volta, è funzione della realizzazione delle aspettative sul livello di produzione e sul rendimento atteso dei beni capitali impiegati.

Connessa a quest'ultimo aspetto vi è l'idea centrale di Minsky del carattere intrinsecamente instabile del capitalismo. In una situazione di "tranquillità finanziaria", in cui i flussi di contante ricevuti sono maggiori dei flussi di uscita in ogni periodo (situazione coperta), aumenta sia la propensione all'indebitamento degli imprenditori che la disponibilità dei banchieri a finanziare l'attività economica. Ciò determina un boom degli investimenti su cui però si inserisce l'attività speculativa, che consiste nel prendere a prestito al solo scopo di trarre vantaggio dalla variazione prevista del prezzo dei titoli. Per Minsky possono assumere posizioni speculative i banchieri,

gli imprenditori o altri operatori. Appena le aspettative sul corso dei titoli vengono disattese o la domanda di finanziamento trova un freno nell'aumento del tasso di sconto da parte della banca centrale l'economia si avvia verso una fase di crisi finanziaria, che può portare alla depressione economica. La crisi, sottolinea Minsky, è il risultato del normale funzionamento del sistema capitalistico.

Se il capitalismo è per sua natura instabile, per Minsky la depressione economica non è lo sbocco necessario. Egli attribuisce alla banca centrale la funzione di prevenire il crollo, assolvendo il suo ruolo di "prestatore di ultima istanza". In altri termini, Minsky assegna alla politica monetaria il compito d'introdurre elementi di stabilità in un'economia intrinsecamente instabile. Inoltre, lo Stato attraverso la spesa pubblica, secondo Minsky, può prevenire o attenuare la depressione economica.

Come si può notare, queste conclusioni sono opposte all'ipotesi tuttora prevalente secondo la quale il capitalismo è un sistema endogenamente stabile, mentre tra i fattori di instabilità vi sarebbe proprio la repentina e improvvisa variazione dell'offerta di moneta per opera delle autorità monetarie.

D'altra parte, il carattere intrinsecamente instabile del capitalismo è emerso nel corso della recente crisi finanziaria. Pertanto, lo scopo del lavoro è quello di verificare se le teorie di Minsky trovano qualche riscontro nelle vicende che hanno caratterizzato l'attuale crisi finanziaria. Il lavoro è suddiviso in due parti. Nella prima parte si ricostruisce la teoria dell'instabilità finanziaria del capitalismo di Minsky e nella seconda parte si descrive l'origine e gli sviluppi dell'attuale crisi finanziaria, e i nessi con l'analisi minskyana del funzionamento del capitalismo. In particolare, nel paragrafo 1 si considerano gli aspetti del pensiero di Keynes da cui Minsky avvia la sua analisi. Il paragrafo 2 espone la teoria della moneta e dei prezzi di Minsky, in relazione alla determinazione del livello degli investimenti e della produzione. Nei due successivi paragrafi si espongono le

caratteristiche del funzionamento dell'economia capitalistica rispettivamente in posizione coperta e speculativa e nel paragrafo 5 si analizzano i fattori che conducono un sistema economico in posizione speculativa alla crisi economica. Nel paragrafo 6 si presentano le proposte formulate da Minsky per attenuare le crisi cicliche del capitalismo. Il paragrafo 7 descrive le determinanti dell'attuale crisi finanziaria e il paragrafo 8 i suoi sviluppi e i principali interventi dei governi e degli organismi internazionali per contrastare la crisi economica. Infine, il paragrafo conclusivo confronta determinanti e caratteristiche dell'attuale crisi finanziaria con la teoria di Minsky.

1. L'eredità della "Teoria generale"

Minsky sviluppa le sue idee principali nel corso di un lavoro¹ sull'opera di John Maynard Keynes. Con questo lavoro si propone di fornire una nuova descrizione del funzionamento del capitalismo, partendo da una lettura eterodossa del contributo più importante dell'economista cantabrigense: *Teoria generale dell'occupazione dell'interesse e della moneta*.

In polemica con l'interpretazione tradizionale, nota come sintesi neoclassica, Minsky afferma che la *Teoria generale* costituisce una rivoluzione incompiuta. Una rivoluzione, in quanto "lì Keynes attaccava con fervore e con evidente compiacimento i fondamenti logici ed empirici del pensiero economico tradizionale. Poneva alla teoria economica nuovi problemi, primo fra tutti la determinazione nel breve periodo del livello della domanda aggregata, e quindi dell'occupazione, in un contesto analitico che riconosceva esplicitamente come proprio oggetto d'esame un'economia capitalista, soggetta a fasi di boom e di crisi. Introduceva nuovi strumenti d'analisi, quali la funzione del consumo e la preferenza per la liquidità e utilizzava concetti estranei all'economia tradizionale, come l'incertezza...La rivoluzione scientifica, esistente

¹ Minsky (1981).

a livello embrionale, ha abortito, in quanto le idee originali del testo keynesiano sono state mal interpretate da molti studiosi accademici"²

Nel recuperare questi aspetti innovativi della *Teoria generale*, Minsky si propone di innestare una teoria della finanza capitalistica nell'apparato analitico keynesiano. Egli riprende l'analisi keynesiana delle decisioni in condizioni d'incertezza, della determinazione degli investimenti, del ciclo economico e della preferenza per la liquidità, considerando la determinazione di queste grandezze nell'ambito di un'economia contrassegnata da una molteplicità di relazioni finanziarie, in cui assumono preponderanza le relazioni tra banche e imprese.

Come in Keynes, anche per Minsky la fluttuazione della domanda globale dipende dalla fluttuazione degli investimenti.³ Per spiegare questi ultimi, secondo Minsky, occorre considerare i rapporti finanziari che si stabiliscono fra gli individui. La natura di questi rapporti, in particolare quelli che si stabiliscono fra banche e imprese, definisce, infatti, le condizioni di finanziamento degli investimenti e del possesso di attività reali. La fluttuazione degli investimenti deve dunque essere ricercata nell'instabilità delle relazioni finanziarie.

Riprendendo un altro concetto keynesiano, Minsky afferma che la definizione di queste relazioni avviene in condizioni dominate dall'incertezza circa il futuro. "L'incertezza - egli sostiene - interviene in modo decisivo nella determinazione del comportamento economico in due casi: nelle scelte di portafoglio delle istituzioni finanziarie, delle imprese e delle famiglie e nelle opinioni che hanno circa il rendimento futuro dei beni capitali, imprese, proprietari di beni capitali e istituti di finanziamento

² Minsky (1981), p. 10.

³ Nella replica a Viner -su cui Minsky basa gran parte delle sue osservazioni - Keynes afferma che gli investimenti sono la *causa causans* perché sono "quell'elemento che è più soggetto ad improvvise ed ampie fluttuazioni"; Keynes, J.M., *La "Teoria generale": concetti e idee fondamentali*, in R.W. Clower (1972).

industriale."⁴ La presenza dell'incertezza rende precaria e soggetta a repentini e violenti mutamenti la formazione delle aspettative future, sia di breve che di lungo termine. Poiché le aspettative di breve periodo sono la base per le decisioni di produzione corrente e quelle di lungo periodo influenzano prevalentemente le decisioni di investimento, una variazione di uno o entrambi questi fattori modifica la relazione di equilibrio tra produzione e investimento e perciò tende a mutare sia il livello degli investimenti che le scelte di portafoglio degli operatori.

Il legame con l'opera dell'autore cantabrigense appare evidente anche negli aspetti monetari della teoria di Minsky. In quest'ultimo autore, "la funzione keynesiana di preferenza per la liquidità diventa una polizza assicurativa contro eventuali 'buchi' negli introiti di contanti dovuti ad inadempienze contrattuali concernenti i titoli in loro proprietà, o all'andamento irregolare dei mercati sui quali i diversi operatori prendono moneta a prestito o vendono le proprie attività."⁵

In un sistema caratterizzato da un intreccio di relazioni finanziarie, il normale comportamento degli operatori genera l'instabilità finanziaria, da cui, secondo Minsky, scaturisce l'andamento ciclico dell'economia. Nella descrizione del ciclo Minsky segue l'impostazione di Irvin Fisher piuttosto che quella di Keynes. Quest'ultimo, in coerenza con la sua teoria della domanda effettiva, individua negli investimenti il fattore maggiormente soggetto a fluttuare. La causa di queste fluttuazioni cicliche viene prevalentemente attribuita ad una variazione dell'efficienza marginale del capitale, dovuta ad un mutamento delle aspettative. Il mutamento dell'efficienza marginale del capitale costituisce per Keynes un fattore capace di spiegare da solo l'intero ciclo economico.⁶ Anche per Minsky la variazione delle aspettative è all'origine del ciclo economico. Per Minsky,

⁴ Minsky (1981), p. 90.

⁵ Minsky (1981), p. 98.

⁶ Cfr. Keynes (1971), cap. XXII.

però, riveste importanza l'influenza delle aspettative sui processi d'indebitamento che si stabiliscono nell'economia, soprattutto quelli tra banche e imprese. Come Fisher, anche Minsky considera i fenomeni di eccessivo indebitamento tra i principali fattori capaci di scatenare una crisi finanziaria, a cui potrà far seguito la depressione economica. Comunque, sia Minsky che Keynes e gli autori post-keynesiani assumono che la variabile economica più instabile è costituita dagli investimenti.

2. Moneta, investimenti e prezzi nella teoria di Minsky

Per comprendere come si determina il livello degli investimenti, secondo Minsky occorre considerare i processi di finanziamento tipici del capitalismo.⁷ Nelle moderne economie capitalistiche, afferma Minsky, le imprese finanziano sia l'avvio della produzione che l'acquisto dei beni capitali ricorrendo in massima parte al credito bancario. D'altra parte, le banche e gli altri intermediari finanziari concedono prestiti e prendono a prestito. Normalmente, le loro attività sono costituite sia da prestiti a breve che a lungo termine, mentre le passività sono costituite da depositi a vista e a breve scadenza. Lo scopo dell'attività bancaria, secondo Minsky è quello di massimizzare i profitti attesi. Nel concedere prestiti le banche valutano soprattutto la profittabilità attesa delle imprese.⁸ Infatti, solo se queste ultime saranno in grado di onorare gli impegni assunti, le banche potranno trarre profitto dalla loro attività. Le aspettative dei banchieri sull'attività imprenditoriale rivestono quindi, secondo Minsky, un ruolo centrale nel determinare l'andamento dell'economia.⁹ D'altra parte le aspettative dei banchieri come degli altri operatori si formano in un mondo dominato

⁷ Minsky (1985a), p. 125.

⁸ Si avverte che, nel ragionamento successivo le banche comprendono anche gli altri intermediari finanziari. La determinazione dell'offerta di "moneta" è definita quindi anche con riferimento al comportamento di questi ultimi.

⁹ Cfr. Minsky (1985b). Questo aspetto è centrale anche nella teoria monetaria di Davidson (Cfr. Davidson, 1972, cap. I e II). D'altronde esistono notevoli punti in comuni tra la teoria di Minsky e quella di Davidson. Al riguardo, si veda la recensione di Weintraub (1977) a Minsky.

dall'incertezza; da qui l'estrema precarietà e mutevolezza delle decisioni effettuate.

Per comprendere come le aspettative influenzano l'andamento dell'economia, è utile partire dalla descrizione del comportamento di banche e imprese nella determinazione del livello degli investimenti.

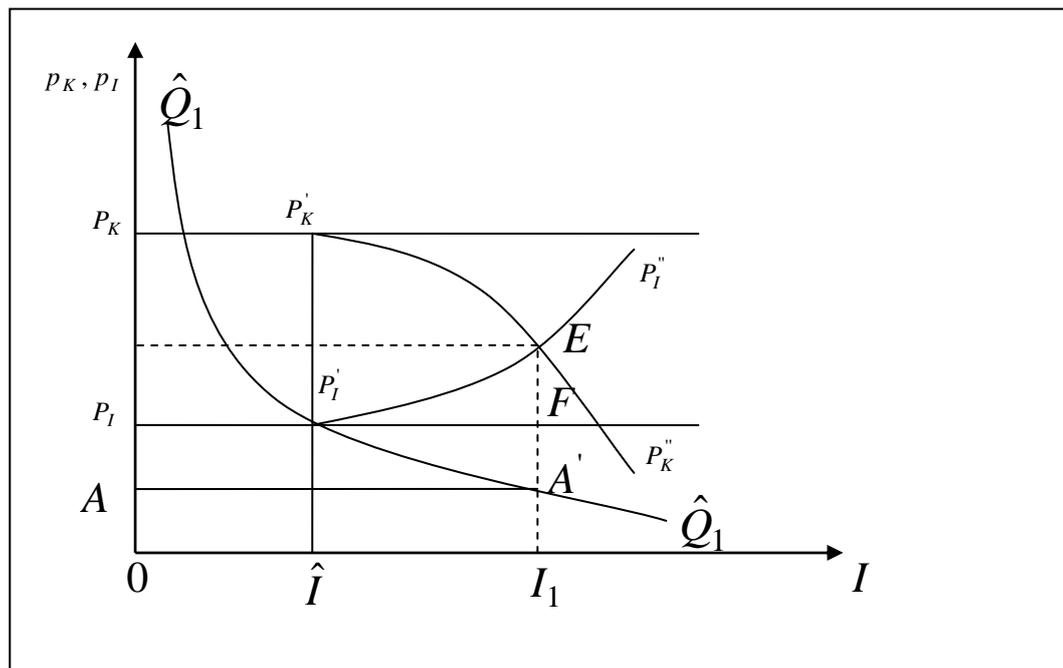
I banchieri nella loro attività di concessione di crediti sono sottoposti al rischio della mancata restituzione dei prestiti. Questo rischio è tanto maggiore quanto più elevato è il rapporto tra finanziamento esterno e attività complessiva dell'impresa e quanto maggiore è il rapporto tra impegni di pagamento e rendimenti futuri attesi. Secondo Minsky, all'aumentare del rischio del debitore le banche attuano una serie di restrizioni (tassi d'interesse più alti, scadenze più ravvicinate, ecc.), che comportano un costo aggiuntivo per le imprese.¹⁰ Il rischio del debitore si riflette perciò in un prezzo di offerta dei beni di investimento crescente oltre il livello degli investimenti che può essere interamente autofinanziato.

D'altra parte, aggiunge Minsky, gli imprenditori stessi agiscono in condizioni d'incertezza. Infatti, per l'imprenditore il flusso degli esborsi dovuto al prestito ricevuto è conosciuto con certezza poiché è fissato quando il prestito viene concesso, mentre i rendimenti futuri attesi sono incerti. Secondo Minsky, quanto più elevati sono gli investimenti tanto più si riduce il margine di garanzia sulla realizzazione dei rendimenti futuri attesi, e quindi si riduce il saggio a cui questi rendimenti vengono capitalizzati. Da ciò deriva che, oltre il livello degli investimenti interamente autofinanziati il prezzo di domanda dei beni capitali decresce al crescere degli investimenti.¹¹ Quanto finora si è detto può essere rappresentato graficamente come segue:

¹⁰ Cfr. Minsky (1981), p. 145.

¹¹ Cfr. Minsky (1981), p. 130.

Figura 1



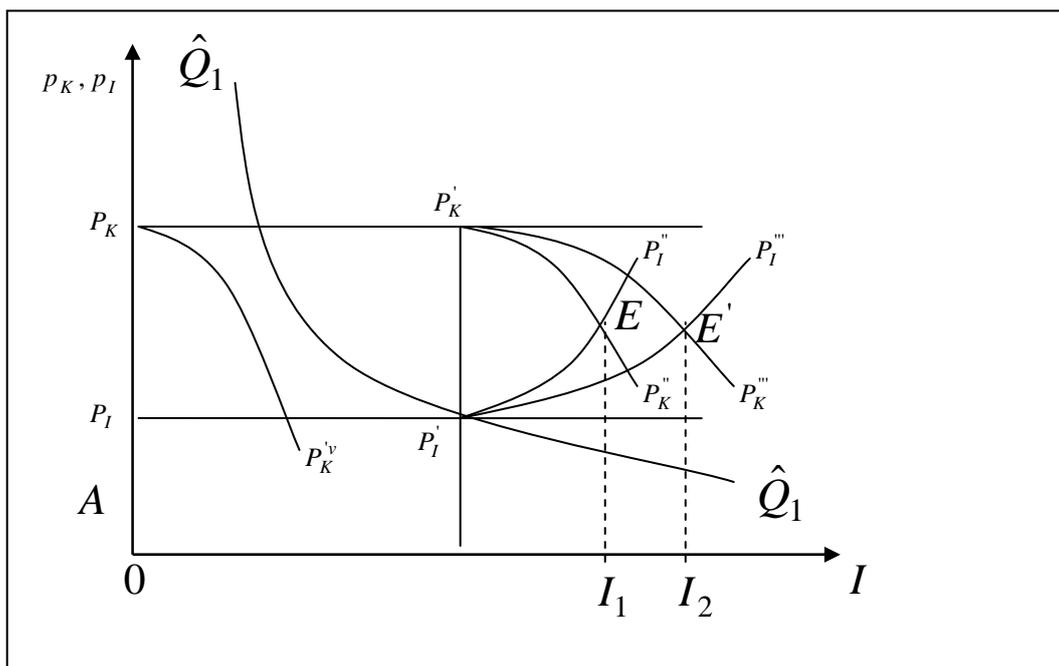
Nella Figura 1, p_K e p_I indicano rispettivamente il prezzo di domanda e il prezzo di offerta dei nuovi beni capitali. L'iperbole equilatera \hat{Q}_1 rappresenta tutti i possibili livelli degli investimenti che possono essere finanziati con un dato ammontare di fondi interni in corrispondenza di diversi livelli del prezzo dei beni capitali. L'investimento ha luogo se il prezzo per unità di bene capitale (p_K) è maggiore o uguale al prezzo per unità di bene d'investimento (p_I). Minsky assume che il prezzo p_I sia fissato dal produttore del nuovo bene capitale, non avendo la singola impresa le dimensioni sufficienti per influenzare il prezzo.¹² Dato p_I , l'impresa può finanziare il livello degli investimenti \hat{I} facendo ricorso solamente al finanziamento interno. Per $I > \hat{I}$ l'impresa deve ricorrere al finanziamento esterno. In tal caso assume rilevanza il rischio del debitore e la curva di domanda dei beni capitali assume la forma indicata dalla $p'_K p''_K$ nella Figura 1. D'altra parte, oltre il livello degli investimenti \hat{I} , il prezzo di offerta dei beni d'investimento aumenta al crescere di questi ultimi, poiché, come si è detto, il rischio del creditore è crescente all'aumentare del rapporto tra finanziamento esterno e autofinanziamento

dell'impresa (la curva $p_I' p_I''$ nella Figura 1).¹³

Ne consegue che, il livello degli investimenti realizzati (I_1) è dato dal punto d'intersezione tra le curve di domanda e offerta dei beni d'investimento, in cui il prezzo di domanda e il prezzo di offerta coincidono (il punto E nella Figura 1). Determinato così il livello degli investimenti, la curva $\hat{Q}_1 \hat{Q}_1$ consente di stabilire la spesa per investimenti che può essere autofinanziata (l'area $0AA_1I_1$). Per la parte rimanente (l'area AA_1FP_1) l'impresa deve ricorrere al finanziamento esterno.

Secondo Minsky, le pendenze delle curve di domanda e offerta riflettono rispettivamente opinioni soggettive di creditori e debitori, che, a loro volta, dipendono dallo stato dell'economia.

Figura 2



In una situazione di boom economico imprenditori e banchieri sono presi dal clima di euforia e attribuiscono scarso peso al rischio connesso alla loro attività. Così le banche sono più propense a concedere prestiti e le imprese sono più propense

¹² Cfr. Minsky (1981), p. 142.

¹³ In altri termini, se l'impresa si finanzia anche all'esterno, il prezzo di offerta dell'investimento per l'impresa che lo acquista non riflette solo quello richiesto dal produttore ma anche l'esborso aggiuntivo per

ad aumentare la quota degli investimenti finanziati con fondi esterni. Nei termini della figura 2, ciò comporta un aumento dell'elasticità delle curve di domanda e offerta d'investimento in una fase di boom rispetto ad una fase di crisi.

Conseguentemente, quando banchieri e imprese diventano più ottimisti, il livello d'investimento dell'impresa slitta da I_1 a I_2 mentre avviene il contrario quando aumenta la loro propensione al rischio.

Infine, in una situazione di crisi finanziaria le aspettative degli imprenditori possono essere così pessimistiche che la curva di domanda d'investimento diventa la $p_K p_K^{iv}$ nella figura 2. In tal caso, l'impresa non ricorre affatto al mercato dei prestiti e non utilizza nemmeno tutti i fondi interni per finanziare gli investimenti: una parte di questi fondi viene utilizzata per consolidare i debiti a breve contratti in precedenza (deflazione da debiti).

A questo punto diventa rilevante comprendere come nel boom economico le banche possano aumentare l'offerta di prestiti.

Secondo Minsky, nel boom i banchieri attribuiscono scarso peso alla mancata restituzione dei prestiti; essi perciò sono disposti ad aumentare il rapporto impieghi-riserve, prestando parte dei fondi monetari immobilizzati. Inoltre, nel boom, afferma Minsky, pur in presenza di una quantità di moneta invariata, tendono a diffondersi mezzi di pagamento sostitutivi della moneta. Il processo di espansione degli intermediari finanziari che caratterizza questa fase e la trasformazione dei portafogli degli operatori, con una minore presenza di moneta e quasi-moneta ed una maggiore presenza di titoli, contribuiscono inoltre ad aumentare la velocità di circolazione della moneta esistente. Viceversa, quando le aspettative sono pessimistiche, le banche cercano di cautelarsi di fronte ai pericoli di illiquidità o

insolvenza, aumentando le loro scorte liquide rispetto agli impieghi. Pertanto, nella depressione, i fattori appena considerati operano invece nel senso di una restrizione endogena dei mezzi di pagamento e della velocità di circolazione della moneta.¹⁴

Minsky giunge così alla conclusione che l'offerta dei mezzi di pagamento è endogena, e pertanto è impossibile o quasi controllarla attraverso gli strumenti della politica monetaria.¹⁵

L'analisi precedente si riferisce al comportamento di una singola unità (un singolo imprenditore e banchiere). Minsky però afferma che, le conclusioni appena raggiunte possono essere estese al funzionamento del sistema nel suo complesso, poiché si possono costruire curve di domanda e offerta aggregata di nuovi beni capitali con un andamento analogo a quello della Figura 1. Infine, il punto d'intersezione tra queste due curve determina il livello degli investimenti complessivi del sistema.¹⁶

Come si è detto in precedenza, una variazione delle aspettative di banche e imprese induce questi operatori a modificare la composizione di portafoglio. Si consideri ora questo processo e i suoi effetti sull'economia.

Un portafoglio è generalmente costituito da un insieme di attività finanziarie e reali in possesso dell'unità economica e un insieme di passività finanziarie cui far fronte. Le attività tra cui avviene la scelta, secondo Minsky, sono costituite da moneta, quasi-moneta (buoni del Tesoro e depositi a risparmio), titoli e beni capitali.¹⁷

Le diverse attività si differenziano sia per i flussi di contante che generano che per il grado d'incertezza con cui si aspettano di realizzare questi flussi di contante.

14 Per un'analisi approfondita del ruolo degli intermediari finanziari, cfr. H. Minsky, *Financial Intermediation in the Money and Capital Markets*, in G. Pontecorvo, R.P. Shay, A.G. Hart (1967), pp. 33-56.

15 Cfr. Minsky (1985a), pp. 199-200.

16 Cfr. Minsky (1981), p. 149.

17 Cfr. Minsky (1981), pp. 93-95. L'introduzione della quasi-moneta costituisce una innovazione rispetto all'analisi di Keynes, dove la scelta è tra moneta e titoli a lungo termine.

Nella definizione degli attributi di queste diverse attività, Minsky, riprendendo l'analisi contenuta nel capitolo 17 della *Teoria generale*, afferma che, i beni capitali generalmente garantiscono un rendimento pecuniario netto mentre la moneta ha un reddito nullo e un premio di liquidità notevole.

Secondo Minsky, "il mero possesso di moneta contante agisce da polizza assicurativa contro eventuali 'buchi' negli introiti di contante".¹⁸ Il rendimento implicito che la moneta offre in termini di sicurezza potenziale costituisce il suo premio di liquidità, (*l*). Rispetto alla moneta, le altre attività hanno un minor grado di liquidità ma consentono di ottenere un rendimento pecuniario netto. Tuttavia, mentre il flusso di contante generato da uno strumento di debito pubblico è pressoché certo, almeno in termini nominali, i flussi di contante che si possono attendere dalla vendita o impiego di un bene capitale sono soggetti ad un enorme grado di variabilità, poiché per Minsky sono influenzati dalle condizioni che determinano l'andamento dell'economia.¹⁹

In particolare, il flusso di contante, implicito ed esplicito, che si ottiene da un bene capitale è dato da $q-c+l$; dove q indica il flusso dei rendimenti futuri attesi dal bene capitale e c rappresenta il flusso delle passività messe in essere dall'acquisto del bene capitale, mentre l indica, come in precedenza, il premio di liquidità derivante dal possesso dei beni capitali e dei titoli rappresentativi di esso, che comunque è inferiore a quello della moneta.

Un'impresa può acquistare ulteriori beni capitali (che rendono q) sia aumentando le proprie passività (il che fa aumentare c) sia diminuendo le proprie scorte liquide (il che fa diminuire l). Tuttavia, la determinazione dei rendimenti futuri attesi (q) e quindi le scelte di portafoglio, sottolinea Minsky, avvengono in condizioni d'incertezza. Con un'offerta di moneta invariata, nei

¹⁸ Cfr. Minsky (1981), pp. 98.

¹⁹ Tra queste condizioni Minsky considera le opinioni degli operatori di altri impianti dello stesso genere e dei banchieri sulla capacità del l'impianto considerato di generare flussi di contante. Cfr. Minsky (1981), p. 95.

periodi in cui aumenta l'incertezza si ha uno spostamento verso le attività sicure (moneta, quasi-moneta); mentre una riduzione dell'incertezza indurrà uno spostamento verso le attività reali, con un conseguente aumento del prezzo del capitale reale e delle azioni rispetto al prezzo delle attività protette.²⁰

Nella determinazione della composizione del portafoglio Minsky segue l'impostazione tradizionale.²¹ Egli afferma che il valore attribuito a ciascuna attività varia inversamente alla quantità disponibile di essa. Così, per aspettative invariate, "un aumento della quantità di moneta relativamente alle altre attività e agli impegni di pagamento in contante fa diminuire il premio di liquidità sulla moneta e quindi il valore della liquidità stessa, posseduto in misura diversa da tutte le altre attività e dai debiti."²² La riduzione nel valore della liquidità della moneta induce gli individui a modificare la composizione del portafoglio a favore di quelle attività che inglobano un premio di liquidità relativamente modesto: segnatamente i beni capitali. L'incremento della quantità di moneta farà quindi aumentare il prezzo dei beni capitali.

In termini analitici, si ha:

$$p_K = p_K(M, \bar{q}, c, \bar{l})$$

dove p_K è il prezzo dei beni capitali, M la quantità di moneta esistente, q , c ed l sono stati indicati in precedenza. Inoltre, si ha $(\partial p_K / \partial M) > 0$ e $(\partial p_K / \partial (\bar{q} - c)) < 0$ per $\bar{q} > c$. Dato un flusso di rendimenti futuri attesi \bar{q} e fissata una certa struttura delle passività, quanto maggiore è il livello accettabile degli impegni di pagamento c relativamente a \bar{q} , tanto maggiore sarà il prezzo dei beni capitali. In altri termini, c indica gli elementi speculativi inerenti il finanziamento di posizioni di portafoglio in beni capitali.

20 Minsky, (1985a), p. 187.

21 La teoria delle scelte di portafoglio di Minsky riprende, infatti, l'analisi di Tobin. Per una sintetica esposizione di questa teoria vedi Tobin (1961). Un'analisi della relazione tra la teoria di Minsky e quelle di Keynes, Tobin e Fisher è contenuta in Silipo (1987).

liquidità \bar{l} , dovuti ad esempio ad una riduzione dell'incertezza, determinano invece uno slittamento dell'intera funzione p_K : verso l'alto in fasi di boom, verso il basso dopo un periodo di crisi. Comunque, sottolinea Minsky, la funzione p_K , sebbene rappresenti un utile strumento di esposizione, non è affatto stabile, in quanto sottoposta alle variazioni repentine e violente nelle opinioni degli operatori.²³

In termini analitici, il processo appena descritto può essere illustrato come segue. Un aumento del prezzo dei beni capitali determina un incremento della domanda dei beni capitali di nuova produzione. Poiché l'offerta di beni capitali si adegua in ritardo alla domanda, un incremento di quest'ultima si traduce in un aumento del prezzo dei beni capitali. Gli imprenditori che producono beni capitali vedranno aumentare i loro profitti, sia realizzati che attesi; essi pertanto saranno indotti ad espandere la produzione di questi beni, facendo a tal fine anche una richiesta aggiuntiva di prestiti bancari. L'aumento dei prezzi e della produzione di nuovi beni capitali avrà luogo fino a quando l'incremento della produzione non avrà soddisfatto lo stock aggiuntivo di capitale desiderato dagli operatori, da cui si è generata la crescita iniziale dei prezzi.²⁴

Come i beni capitali aggiuntivi entrano a far parte dello stock di capitale esistente il valore attribuito a questi beni tende a diminuire e quindi anche il loro prezzo. Da ciò non scaturisce per Minsky alcuna tendenza verso l'equilibrio. Egli sostiene che mentre "il livello dei prezzi dei prodotti finali è molto lento a modificarsi, il livello dei prezzi dei beni capitali è suscettibile di variazioni improvvisate e sostanziali"²⁵

Questo fenomeno secondo Minsky deve essere attribuito prevalentemente all'esistenza nei sistemi capitalistici di una borsa valori, in cui i titoli rappresentativi dei beni capitali

²³ Minsky (1981), p. 122.

²⁴ Questa conclusione è valida se si assume che le banche assecondano l'aumento della domanda di prestiti.

²⁵ Minsky (1981), p. 123.

vengono continuamente contrattati e ricontrattati. Qualsiasi fattore che abbia effetti sulle aspettative degli operatori può pertanto dar luogo a variazioni improvvise del prezzo dei beni capitali.

In definitiva, per Minsky l'andamento degli investimenti dipende dallo stato di fiducia degli operatori, che determina le loro scelte di portafoglio. La capacità d'influenzare l'andamento dell'economia non è però uguale per tutti gli operatori. Secondo Minsky la posizione delle banche e delle imprese è preminente nell'ambito dell'economia. Il comportamento bancario definisce le condizioni di finanziamento della produzione, mentre gli imprenditori con le loro decisioni d'investimento determinano il livello e la composizione della produzione.

L'azione di banche e imprese non è però coordinata centralmente. Essa dipende dalle aspettative di questi operatori, definite in condizioni precarie e incerte: soggette perciò a frequenti e repentini mutamenti. L'instabilità finanziaria dei sistemi capitalistici è quindi la conseguenza di queste decisioni economiche decentralizzate. Inoltre, essendo l'economia capitalistica caratterizzata da un intreccio di relazioni finanziarie, le opinioni di singoli operatori possono ripercuotersi sull'intero sistema. Minsky sostiene che, per comprendere l'origine e l'operare di questi fattori di instabilità occorre considerare la natura delle relazioni finanziarie che si stabiliscono tra gli individui.

3. Il sistema economico coperto

Minsky esordisce affermando che ogni unità economica - sia essa una famiglia, un'impresa, un'istituzione finanziaria, ecc, - può essere considerata come un generatore di un flusso di entrate e uscite. Con le entrate di contante le unità convalidano le passività in precedenza emesse.

A seconda della natura della relazione tra incassi e pagamenti, per Minsky si possono distinguere tre tipi di unità economiche. Il primo è costituito dalle unità che operano in

posizione finanziaria "coperta". Questa si caratterizza per l'eccedenza delle entrate sulle uscite in ogni istante di tempo considerato.

Un'unità in posizione finanziaria speculativa si trova invece in qualche periodo di tempo con impegni di pagamento superiori ai flussi di entrata, anche se questi ultimi coprono i pagamenti a breve termine per gli interessi sul debito.

Il terzo tipo di unità che Minsky individua è quello che opera in posizione ultraspeculativa. Per queste unità i flussi di entrate a breve termine non sono nemmeno sufficienti per pagare gli interessi correnti, cosicché esse devono indebitarsi per pagare gli interessi sul debito contratto in precedenza.

La prevalenza dell'una o dell'altra posizione caratterizza secondo Minsky la natura del sistema. Si definisce così sistema economico speculativo quello dominato dalla presenza di unità che operano in posizione speculativa, e sistema economico coperto se prevalgono gli operatori in posizione coperta.

Per comprendere l'interdipendenza tra le posizioni dei diversi operatori che caratterizza un sistema economico capitalistico, si consideri il funzionamento di un sistema economico in cui tutti gli operatori sono in posizione coperta.

Come si è detto, in una posizione in cui tutte le unità sono "coperte" i flussi di entrata di *ciascun operatore* eccedono i flussi di uscite in ogni periodo di tempo considerato. Nell'aggregato, ciò comporta che, le imprese con i profitti netti realizzati sono in grado di convalidare gli impegni contrattuali in ogni periodo, le banche traggono anch'esse un profitto in grado di coprire le uscite e i lavoratori ricevono un reddito che eccede le passività emesse per finanziare la loro spesa in consumi.

Se questo stato dell'economia permane per un certo periodo di tempo anche le aspettative a lungo termine sul reddito ottenuto dall'impiego dei beni capitali nel processo produttivo (le

quasi-rendite) 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.²⁶ 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 ad un'espansione della domanda effettiva e dell'occupazione. Un'economia che si mantiene in posizione finanziaria coperta è quindi caratterizzata da una continua fase di crescita. D'altra parte, l'aggiunta dei nuovi beni capitali allo stock esistente opera come una controtendenza, poiché riduce il valore attribuito ai beni capitali nei portafogli degli operatori, con una conseguente caduta dei prezzi di questi beni. Il permanere di una posizione coperta dipende quindi dalla circostanza che le aspettative sul futuro mantengano la domanda di beni capitali al livello tale da vanificare questa controtendenza.

Una fase di crescita, infine, non si trasforma in una fase di boom, solo se le aspettative sono formulate con riferimento ai possibili risultati dell'attività produttiva e i banchieri finanziano le attività che sono frutto dell'iniziativa imprenditoriale e non della speculazione.

4. La posizione speculativa e la fragilità del sistema economico

La descrizione della natura di un sistema economico in posizione finanziaria coperta costituisce per Minsky poco più che un esercizio intellettuale. In un'economia capitalistica si generano, infatti, fattori endogeni che trasformano ben presto una situazione finanziaria coperta in un boom speculativo. Con l'affermarsi di uno stato di euforia, gli imprenditori attribuiscono poco peso alla mancata realizzazione dei rendimenti futuri attesi. Essi pertanto riducono la proporzione di attività liquide nei loro portafogli e si spostano verso l'acquisto

²⁶ Cfr. Minsky (1985a), p. 146.

di attività reali. A loro volta, le istituzioni finanziarie, prese dallo stesso clima di euforia, accettano strutture delle passività - sia proprie che di coloro che prendono a prestito - che in un clima di aspettative più misurato avrebbero rifiutato. Connesso alla crescita della domanda di prestiti, tipica della fase di boom, vi è lo sviluppo degli intermediari finanziari, che consente di soddisfare la domanda di prestiti con mezzi di pagamento sostitutivi della moneta. "La speculazione - dice Minsky - ha dunque tre aspetti: 1) i proprietari di beni capitali speculano finanziando con fondi esterni acquisti di beni d'investimento e titoli azionari; 2) le banche speculano sulla composizione sia delle proprie attività che passività; 3) famiglie e imprese speculano sulle attività finanziarie in loro possesso e sul modo in cui finanziare gli acquisti di tali attività."²⁷ In particolare, la posizione speculativa di famiglie, imprese e banche è caratterizzata da un elevato rapporto tra impegni finanziari e reddito.

L'effetto di tutto ciò è un incremento dei finanziamenti concessi ed un boom borsistico.²⁸ Senza contare che, nella fase di boom si genera un'attività ultraspeculativa. Infatti, una parte della domanda di prestiti non è connessa alla redditività attesa dei beni capitali, ma alcuni operatori prendono a prestito al solo scopo di trarre profitto dall'aumento futuro del corso dei titoli. Motivi razionali e meccanismi di mercato portano quindi famiglie, imprese ed istituzioni finanziarie ad assumere nel boom posizioni speculative.

In conseguenza di questi fenomeni, la struttura finanziaria delle diverse unità subirà profondi mutamenti. Innanzi tutto i pagamenti finanziari aumentano più rapidamente rispetto alla crescita del reddito. In secondo luogo, tra le attività finanziarie delle diverse unità diminuisce il peso di quelle protette, come la moneta e i buoni del tesoro. Infine, nella struttura finanziaria vengono incorporati i prezzi più alti delle attività che riflettono le

²⁷ Minsky (1981), p. 163.

²⁸ Una ricostruzione di come le banche abbiano aumentato l'offerta di prestiti nel periodo che ha preceduto l'attuale crisi finanziaria è contenuta in Shin (2009).

aspettative della fase di boom e di euforia. In termini macroeconomici, l'insieme di questi fenomeni determina un incremento del prezzo relativo delle attività finanziarie rispetto alle altre attività presenti nel sistema. Ciò contribuisce secondo Minsky a ridurre la stabilità del sistema finanziario.²⁹

Una particolare considerazione richiede la posizione delle banche. Le loro attività, come si è detto, sono prevalentemente a lungo termine, poiché esse finanziano gli investimenti, mentre le passività sono a breve termine. Con l'incremento dei prestiti nella fase di boom, questa struttura temporale delle attività e passività può determinare una condizione in cui le uscite non sono coperte dalle entrate in ogni periodo. In tal caso, secondo Minsky, le banche tentano di far fronte alle accresciute passività correnti aumentando la raccolta. D'altra parte, nel boom le condizioni per aumentare la liquidità diventano sempre più onerose, perché i risparmiatori riducono le preferenze per la liquidità, spostandosi verso l'acquisto di titoli. Inoltre, le stesse banche hanno una minore propensione alla liquidità. Per Minsky, il passaggio da aspettative positive a negative che avviene nella fase più accentuata del boom si determina a seguito del mutato atteggiamento dei banchieri. Infatti, l'incremento del rapporto tra finanziamento esterno ed autofinanziamento delle imprese che si ha nel boom, rende queste ultime più esposte ai mutamenti esterni, con un conseguente aumento del rischio della mancata restituzione dei prestiti. D'altra parte, nel boom le banche devono offrire ai risparmiatori tassi d'interesse sempre più elevati per poter far fronte alle accresciute passività correnti. Entrambi questi fattori inducono le banche ad aumentare i tassi d'interesse nella fase di boom. A sua volta, la crescita dei tassi d'interesse si ripercuote sull'intera economia, modificando la posizione dei diversi operatori. Imprese che sulla base dei precedenti tassi d'interesse risultavano affidabili vedono ora la loro posizione compromessa, non solo perché vedono invertire il segno dei loro valori attuali netti sugli investimenti correnti, ma

²⁹ Cfr. Minsky, (1985a), pp. 211-212.

anche perché si riducono le loro opportunità d'investimento. Inoltre, come questi sviluppi si ripercuotono sul mercato azionario, gli altri speculatori vedono disattese le loro aspettative di aumento del corso dei titoli e vedono materializzarsi lo spettro del fallimento. Infine, il fallimento delle unità in posizione speculativa e ultraspeculativa provoca il panico nei banchieri, che vedono svanire persino la restituzione dei prestiti, trascinando anche questi ultimi nel fallimento. Al riguardo, afferma Minsky, "l'elemento chiave nell'intensificazione delle gravi difficoltà finanziarie fino a raggiungere l'instabilità e la crisi di tutto il sistema è il presentarsi di gravi difficoltà finanziarie fra le istituzioni finanziarie... I fallimenti delle banche e degli intermediari finanziari 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."³⁰ In altri termini, alla crescita dei tassi d'interesse segue l'insolvenza di poche imprese o altre unità in posizione speculativa e ultraspeculativa; ciò determina il fallimento delle banche coinvolte, e quest'ultimo trascina nella crisi le unità che hanno i rapporti con queste istituzioni.

Quindi, una struttura finanziaria dominata dalla posizione coperta offre sia lo stimolo ad investire che l'incentivo ad assumere posizioni di tipo speculativo e ultraspeculativo. In tal modo la struttura finanziaria diventa più esposta alla crisi proprio quando il comportamento di banchieri e imprenditori è meno vincolato dalla preoccupazione del presentarsi di una crisi finanziaria. D'altra parte, in una situazione di boom, in cui sono diffuse le posizioni speculative e ultraspeculative, il fallimento di poche unità può trascinare le altre nella crisi finanziaria.

“Un sistema finanziario –afferma Minsky - in cui l'instabilità finanziaria può derivare da cambiamenti relativamente piccoli o da

³⁰ Minsky (1981), p. 163.

una moltitudine di cause è fragile.”³¹ Questa condizione di fragilità, che caratterizza i sistemi capitalistici odierni, deve essere fondamentalemente ascritta al fatto che, un mutamento nella posizione delle banche è in grado di scatenare la crisi dell'intero sistema, trasformando un sistema solido in un sistema fragile.

5. La crisi finanziaria e la depressione economica

Il solo prendere a prestito sulla base delle aspettative sul corso futuro dei titoli, tipico della fase di boom, rivelerà la sua fallacia proprio nel corso di una crisi finanziaria. In questa fase gli operatori in posizione ultraspeculativa dovranno aumentare la richiesta di prestiti per pagare i maggiori interessi. D'altra parte, la mancata realizzazione dei rendimenti attesi e la riconsiderazione delle aspettative induce gli emittenti di passività private, gli intermediari finanziari e i detentori finali di attività a desiderare strutture dei bilanci più conservatrici. In particolare, le banche, nel tentativo di aumentare la quota delle attività protette sulle attività totali, riducono la disponibilità di finanziamenti. Inoltre, la crescita dei tassi d'interesse e la caduta del valore capitalizzato delle imprese possono trasformare operatori in posizione coperta e speculativa in posizione ultraspeculativa e portarli al fallimento. Nemmeno la vendita di attività da parte di queste unità potrà salvarli da questa prospettiva. Quando le aspettative volgono per il peggio, sul mercato delle attività sia reali che finanziarie prevalgono gli offerenti, per cui il prezzo delle attività può scendere rapidamente, portando quello delle attività reali anche al di sotto dei loro costi di produzione.

In un'economia decentralizzata, in cui sono assenti fattori esogeni che tendono a contrastare l'andamento ciclico del sistema, la crisi finanziaria secondo Minsky costituisce la premessa della depressione economica.

³¹ Minsky (1985b), p. 31.

Lo spostamento verso una struttura dei portafogli più liquida che si ha nella crisi, dovuta ad un aumento dell'avversione al rischio degli operatori, determina una caduta del prezzo di domanda dei beni capitali rispetto al prezzo di offerta, con una conseguente contrazione del livello degli investimenti. Assumendo, con Minsky (1985a, p. 124), lo schema semplificato di Kalecky,³² in cui gli investimenti sono la determinante dei profitti, ad una diminuzione degli investimenti è associata una caduta dei profitti delle imprese dello stesso ammontare. Ciò influenza negativamente le aspettative di profitto futuro e porta ad un'ulteriore caduta degli investimenti, dell'ammontare di occupazione, della quantità prodotta e del livello generale dei prezzi.³³

Un sistema capitalistico lasciato a se stesso, secondo Minsky, può quindi trasformare una fase di boom in una depressione profonda. L'interrogativo è fin dove si spingerà la depressione prima che si raggiunga il "punto di svolta inferiore". In assenza d'interventi esterni, è chiaro che nella depressione i fallimenti saranno tanto maggiori quanto più estese erano le posizioni speculative e ultraspeculative assunte in precedenza. Innanzitutto la dimensione della crisi dipende dall'ammontare della restrizione creditizia attuata dalle banche e della caduta dei profitti realizzati e attesi, che non consentono ad imprese e speculatori di rispettare gli impegni assunti e di rifinanziare le loro posizioni. D'altra parte, la minore disponibilità di denaro nella fase depressiva è dovuta all'azione intrapresa dalle diverse unità per ricostruire le loro scorte liquide. Una volta raggiunto il rapporto ritenuto

³² Nello schema semplificato Kalecki assume che i capitalisti non consumino e i lavoratori non risparmino. Cfr. A. Chilosì (a cura di), *Kalecki*, Bologna, Il Mulino, 1979, par. I.

³³ Un aspetto rilevante dell'analisi di Minsky è che la determinazione del livello generale dei prezzi e dei prezzi relativi avviene simultaneamente, secondo fattori comuni. -Per una data offerta di moneta, ad un aumento dell'incertezza circa il futuro si ha uno spostamento dalle attività meno liquide a quelle più liquide. L'offerta delle prime (soprattutto, beni capitali) tende ad aumentare e, dunque, il prezzo relativo di questi beni a diminuire. Contemporaneamente però anche il livello dei prezzi decresce, per effetto della caduta del livello di produzione. Analogamente, nel boom si verifica un aumento del livello generale dei prezzi simultaneamente ad un aumento dei prezzi relativi dei beni capitali rispetto alle altre attività.

soddisfacente tra attività non-liquide e attività liquide per prevenire ulteriori perdite, anche la caduta del prezzo delle attività reali, degli investimenti e del reddito presumibilmente si arresterà.³⁴

Nel punto di svolta inferiore la depressione economica ha ormai provocato il fallimento delle unità in posizione speculativa e ultraspeculativa e nel sistema sono ritornate a prevalere le unità in posizione coperta.

Il sistema può permanere per qualche periodo in uno stato stazionario, ma quando il ricordo della crisi si allontana, secondo Minsky, possono prevalere circostanze favorevoli alla ripresa. Poiché nel capitalismo esiste la tendenza a trasformare una situazione coperta in un boom di investimenti speculativi, è probabile che si affermi una nuova fase di boom. Infatti, non appena i profitti realizzati alimentano aspettative favorevoli di profitto sulla produzione e impiego dei nuovi beni capitali, il clima favorevole si trasmette ai banchieri, che ora sono più propensi a concedere finanziamenti ed il sistema entra in una nuova fase espansiva. Sia il punto di svolta inferiore che quello superiore per Minsky sono quindi completamente endogeni.³⁵ Pertanto, mutamenti nelle aspettative degli operatori trasformano una fase di euforia in una situazione di crisi, ed una fase depressiva nella ripresa. Questi mutamenti sono connessi al normale funzionamento di un'economia di mercato con decisioni decentralizzate. Un'ulteriore conclusione che emerge da questa analisi è dunque che, il capitalismo è un'economia dinamica, che procede secondo un andamento ciclico.³⁶ La principale determinante

³⁴ Queste conclusioni si ricavano dal complesso dell'analisi di Minsky, poiché in proposito il suo ragionamento è scarsamente sviluppato.

³⁵ Cfr. Minsky (1985a), p. 103.

³⁶ Al riguardo, sono illuminanti del pensiero di Minsky le seguenti affermazioni: "Un'economia con 'Wall Street' non può essere statica. I debiti e le acquisizioni di beni capitali di ieri debbono essere convalidati con i flussi di contante di oggi; i flussi di contante di oggi sono determinati in gran parte dall'investimento di oggi; se l'investimento di oggi sarà o non sarà convalidato dipende dai flussi di contante che verranno generati domani. La teoria economica adeguata ad un'economia 'con Wall Street' non può perciò essere statica, non può fare astrazione dal tempo". Minsky (1985a), p. 149.

degli squilibri ciclici è la tendenza degli operatori (banche, imprese, famiglie) a trasformare una struttura dei portafogli solida in posizioni speculative e ultraspeculative. Ciò porta dapprima al boom e all'euforia, e successivamente alla crisi finanziaria e alla depressione economica. Una nuova fase espansiva si genera dal normale funzionamento dell'economia non appena la crisi abbia esplicitato tutti i suoi effetti sul sistema, e negli operatori si sia ristabilito il clima di fiducia negli affari.³⁷

L'ipotesi che l'andamento ciclico dell'economia derivi dall'attività speculativa degli operatori, è connessa alla tesi centrale di Minsky secondo la quale l'economia capitalistica è fragile, per cui sono sufficienti piccoli cambiamenti per determinare un'instabilità di tutto il sistema: in queste condizioni la posizione speculativa di poche unità innesca un meccanismo a catena, che porta prima all'euforia e poi alla depressione.

Si noti che, quello appena esposto è il comportamento dell'economia nell'ipotesi che fattori esogeni (progresso tecnico, fattori istituzionali, politica monetaria, ecc.) rimangano invariati nel corso del ciclo. Per Minsky le precedenti conclusioni possono in parte cambiare se questi ultimi fattori interagiscono con l'andamento ciclico. Ad esempio, secondo Minsky il progresso tecnologico è in grado di impedire una svolta verso il basso se il "tasso di crescita del reddito massimo" è sufficientemente rapido. D'altra parte, come si dirà oltre, l'intervento dello Stato e della banca centrale può innalzare il punto di svolta inferiore, impedendo che la depressione faccia interamente il suo corso.

³⁷ Nella descrizione del ciclo economico, Minsky riprende la teoria della "deflazione da debiti" di Irving Fisher, esposta nel '32 nel volume *Booms and Depressions*. Le cause dominanti delle grandi espansioni e depressioni per Fisher sono rispettivamente l'eccessivo indebitamento e la deflazione. Questi due fattori generano perturbazioni gravi delle altre variabili economiche. La presenza di opportunità di grossi profitti rispetto a quello ritenuto normale è la causa più comune dell'eccessivo indebitamento, che porterà ad uno stato di allarme dei creditori e dei debitori. Segue, secondo Fisher, la liquidazione dei debiti, la difficoltà nelle vendite, la contrazione dei depositi ed una diminuzione della velocità di circolazione della moneta. L'insieme di questi fattori determina una caduta nel livello dei prezzi.

6. Il ruolo dello Stato nella crisi finanziaria

Se il boom e le crisi finanziarie sono fenomeni connessi al normale funzionamento del capitalismo, per Minsky gli effetti economici di questi fenomeni non sono inevitabili. Secondo questo autore, lo Stato e la banca centrale possono svolgere un ruolo importante per modificare il normale comportamento dell'economia. Consideriamo dapprima le funzioni e i limiti della banca centrale.

In polemica con i monetaristi, Minsky sostiene che la funzione della banca centrale non è quella di controllare l'offerta di moneta. Con riferimento all'assetto istituzionale statunitense, egli afferma che "la Riserva Federale è sia prestatore di ultima istanza, il cui compito è di evitare l'instabilità finanziaria che porta a massicce bancarotte delle istituzioni finanziarie, sia il controllore dell'economia, il cui compito è di aiutare l'economia a dirigersi verso un sentiero di crescita di piena occupazione e di prezzi stabili".³⁸ Come "prestatore di ultima istanza", la banca centrale ha la responsabilità d'impedire un crollo generalizzato dei valori delle attività, procurando i fondi che servono per la creazione di posizioni coperte delle istituzioni finanziarie, oppure estendendo il credito alle organizzazioni con problemi di rifinanziamento. Non meno importante della precedente, secondo Minsky è l'opera della banca centrale nel promuovere mutamenti nelle istituzioni finanziarie volti a ridurre il peso delle posizioni speculative e ultraspeculative.

Per Minsky, però, l'azione della banca centrale nel contrastare il ciclo economico ha un'efficacia limitata, sia nella fase espansiva che recessiva. Nel boom, di fronte ad una restrizione monetaria, il sistema reagisce sviluppando gli intermediari finanziari che producono mezzi di pagamento sostitutivi della moneta. Nella depressione, una politica monetaria espansiva può essere vanificata dall'azione degli individui volta a ricostruire le attività liquide nei propri portafogli. Comunque, l'intervento

della banca centrale nella crisi può salvare numerose unità dal fallimento, anticipando il punto di svolta inferiore.

Mentre la banca centrale agisce sul sistema finanziario prevalentemente attraverso le banche, lo Stato, secondo Minsky può influenzare l'andamento dell'economia soprattutto attraverso le imprese. Il disavanzo del settore pubblico, per Minsky, si aggiunge alla domanda privata nel sostegno dei profitti delle imprese. Infatti, quando cade l'investimento privato, la crescita della spesa pubblica può stabilizzare i profitti realizzati ed attesi, arrestando così la discesa dei prezzi e la depressione economica. L'esteso intervento del settore pubblico esercita secondo Minsky un effetto stabilizzatore sull'economia, anche perché fornisce ai mercati finanziari passività altamente sicure - i titoli del debito pubblico - quando vi è una diminuzione del debito privato, per la caduta degli investimenti privati. Tuttavia, aggiunge Minsky, ogni volta che il disavanzo pubblico cresce e conseguentemente i profitti delle imprese aumentano, gli investimenti risultano profittevoli indipendentemente dalla loro capacità di aumentare la produttività del lavoro. Se l'aumento della spesa pubblica non determina anche un aumento della produzione e della produttività del lavoro, il disavanzo pubblico ha come principale effetto quello di aumentare i prezzi.³⁹ Una spesa pubblica inefficiente che protegge una struttura industriale inefficiente, può dunque essere all'origine della coesistenza di fenomeni inflazionistici con un declino del tasso di crescita.

Secondo Minsky, la stagnazione è stato il prezzo pagato dalle economie capitalistiche per evitare una grande depressione nel dopoguerra. Dopo il 1946, infatti, l'intervento delle banche centrali come prestatori di ultima istanza, congiuntamente ad elevati disavanzi del settore pubblico, hanno impedito che si verificassero nei paesi capitalistici gravi crisi finanziarie. Seguendo lo stesso criterio interpretativo, Minsky attribuisce la grave crisi degli anni '30 all'esistenza di un limitato settore

³⁸ Minsky (1985a), p. 264.

pubblico (che non consentiva di sostenere sufficientemente i profitti delle imprese) e ad un'errata e tardiva politica monetaria.

7. Le determinanti dell'attuale crisi finanziaria

Dall'analisi svolta in precedenza emergono, secondo Minsky, le seguenti ipotesi sulle determinanti e caratteristiche della crisi finanziaria e del ciclo economico.

1. La crisi finanziaria è determinata da una riduzione dell'avversione al rischio che si genera nella fase di boom dell'economia e induce banche, imprese e altri operatori a ridurre l'ammontare di attività sicure su quelle rischiose.
2. Nella fase di boom aumenta l'incentivo delle banche a concedere prestiti e quello delle imprese a prendere a prestito; conseguentemente aumentano anche gli investimenti.
3. La fase che precede la crisi finanziaria è caratterizzata da un aumento del prezzo dei beni capitali e da un boom borsistico, che alimenta l'attività speculativa.
4. La crisi finanziaria generalmente nasce dell'incapacità di alcune imprese di rimborsare i prestiti ed è tanto più acuta quanto maggiore è il grado d'indebitamento degli operatori.
5. Le difficoltà finanziarie di famiglie e imprese determinano difficoltà finanziarie per le stesse banche e inducono tutti gli operatori ad aumentare le loro scorte liquide e le attività sicure nei portafogli.
6. Nella crisi finanziaria si riduce sia l'ammontare dei prestiti che il prezzo dei beni capitali, poiché in quest'ultimo mercato prevalgono gli offerenti.
7. Gli effetti della crisi finanziaria sono tanto maggiori

³⁹ Minsky (1985a), p. 90.

quanto più diffuse sono le posizioni speculative e quanto maggiore è la fragilità finanziaria dell'economia.

8. Lo Stato può attenuare gli effetti della crisi finanziaria impedendo il fallimento delle banche e adottando una politica monetaria e fiscale espansiva.

Lo scopo dell'analisi successiva non è quello di verificare l'esistenza dei nessi causali individuati da Minsky, la cui valutazione richiederebbe un'analisi econometria che va ben oltre l'orizzonte della crisi attuale, ma di valutare se i fenomeni che secondo Minsky possono innescare una crisi finanziaria contribuiscono a spiegare la crisi attuale.

Com'è noto, l'attuale crisi finanziaria ha avuto origine negli Stati Uniti, e si è manifestata con l'impossibilità per debitori americani a basso reddito e con prestiti di bassa qualità di rimborsare i mutui immobiliari contratti in precedenza.

Le prime avvisaglie si sono avute nel 2007, quando si sono manifestate le prime difficoltà delle banche Novastar e New Century (febbraio 2007), Dillon Read e UBS (maggio 2007), Bear Sterns (giugno 2007), IKB e Sachsen LB (luglio 2007), a cui è seguito l'inceppamento dei mercati interbancari (agosto 2007, dicembre 2007, giugno 2008 e settembre-ottobre 2008).

La crisi è proseguita con il fallimento di importanti banche e istituzioni finanziarie: marzo 2008 (Bear Sterns), settembre 2008 (Fannie Mae e Freddie Mac, Lehman Brothers, AIG, Washington Mutual, Bradford & Bingley, Fortis, Hypo Real Estate), tutte in qualche modo salvate, ad eccezione di Lehman Brothers.

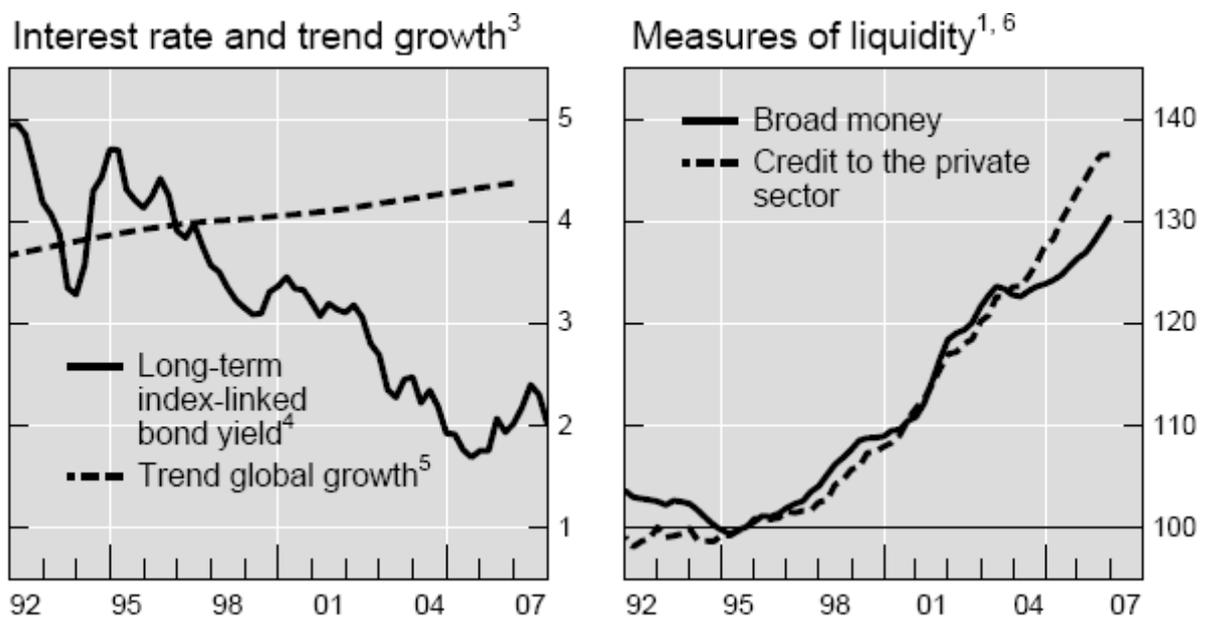
La terza fase è iniziata a settembre-ottobre 2008 con il crack dei mercati azionari, la diffusione della crisi finanziaria a tutto il mondo e all'economia reale.

Il periodo che ha preceduto l'attuale crisi finanziaria è stato caratterizzato da una fase di forte crescita dell'economia mondiale.

Specificamente, dopo il rallentamento del 2001, l'economia mondiale ha avuto una ripresa rapida e ha raggiunto tassi di crescita record negli anni 2004-2006. La crescita è stata particolarmente accentuata in alcuni paesi anglosassoni, inclusi gli Stati Uniti, in alcuni paesi europei, come la Spagna, e in una parte dei paesi asiatici, inclusa la Cina. Altrettanto significativo è il fatto che questa fase di crescita sia avvenuta senza generare significativi processi inflazionistici.⁴⁰

Figura 4

Low interest rates and ample global liquidity



1 Sixteen OECD countries; weighted averages based on 2000 GDP and PPP exchange rates. 3 In per cent. 6 Relative to nominal GDP; 1995 = 100.

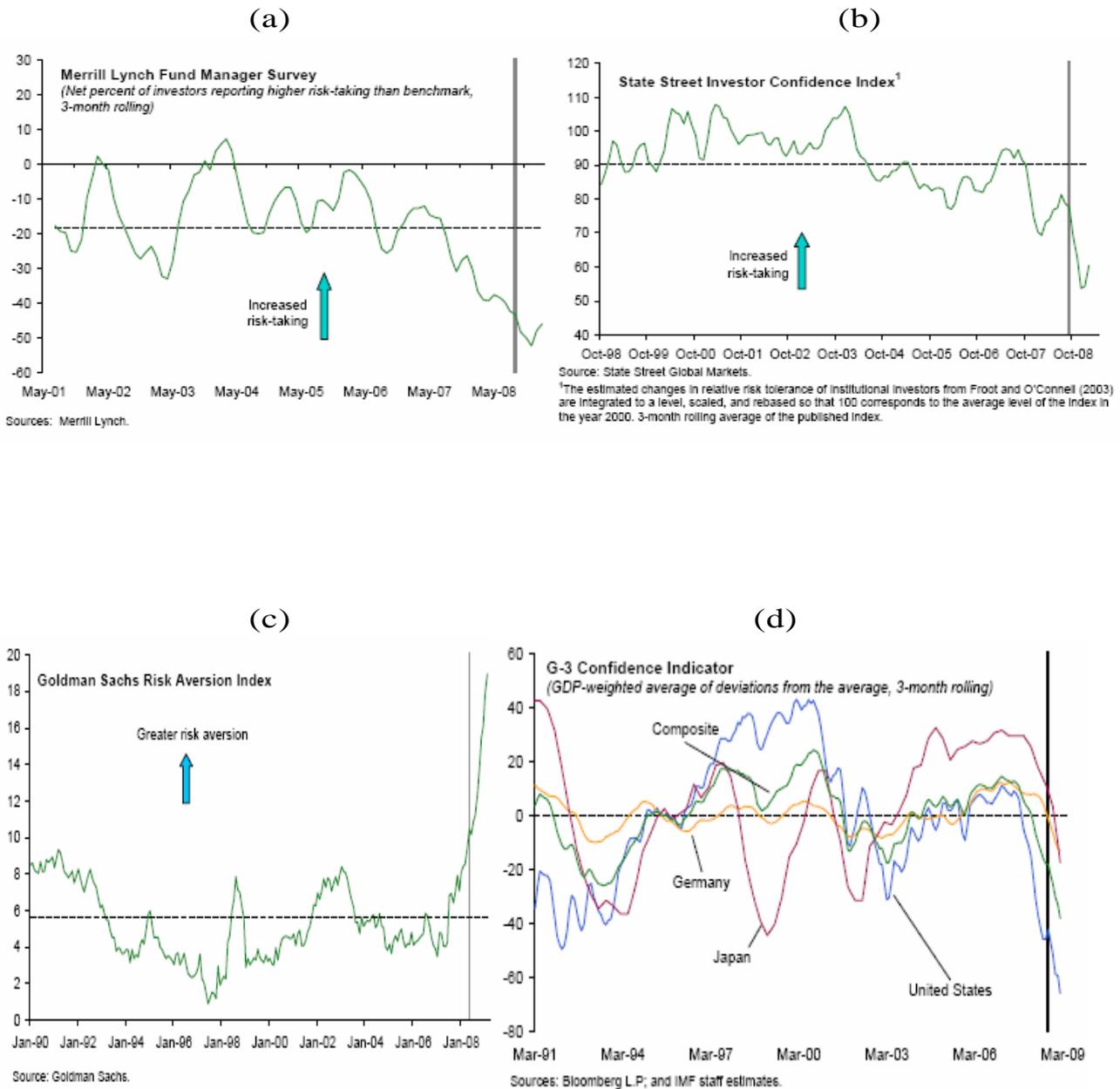
Sources: IMF; OECD; Bloomberg; national data; BIS calculations and estimates.

Diversi indicatori mostrano che, nella fase di crescita dell'economia mondiale è aumentata la propensione degli operatori ad assumere rischi. Infatti, alcuni indicatori di avversione al rischio, costruiti da diverse agenzie e istituzioni finanziarie internazionali sulla base di surveys rivolte ai principali investitori istituzionali, dimostrano che dal 2001 fino allo scoppio della crisi finanziaria, nell'estate del 2007, il grado di avversione al rischio degli investitori ha avuto un trend decrescente (cfr. figura 5.a e b).

⁴⁰ Cfr. Borio (2008).

Figure 5*

Global Financial Stability Map: Risk Appetite



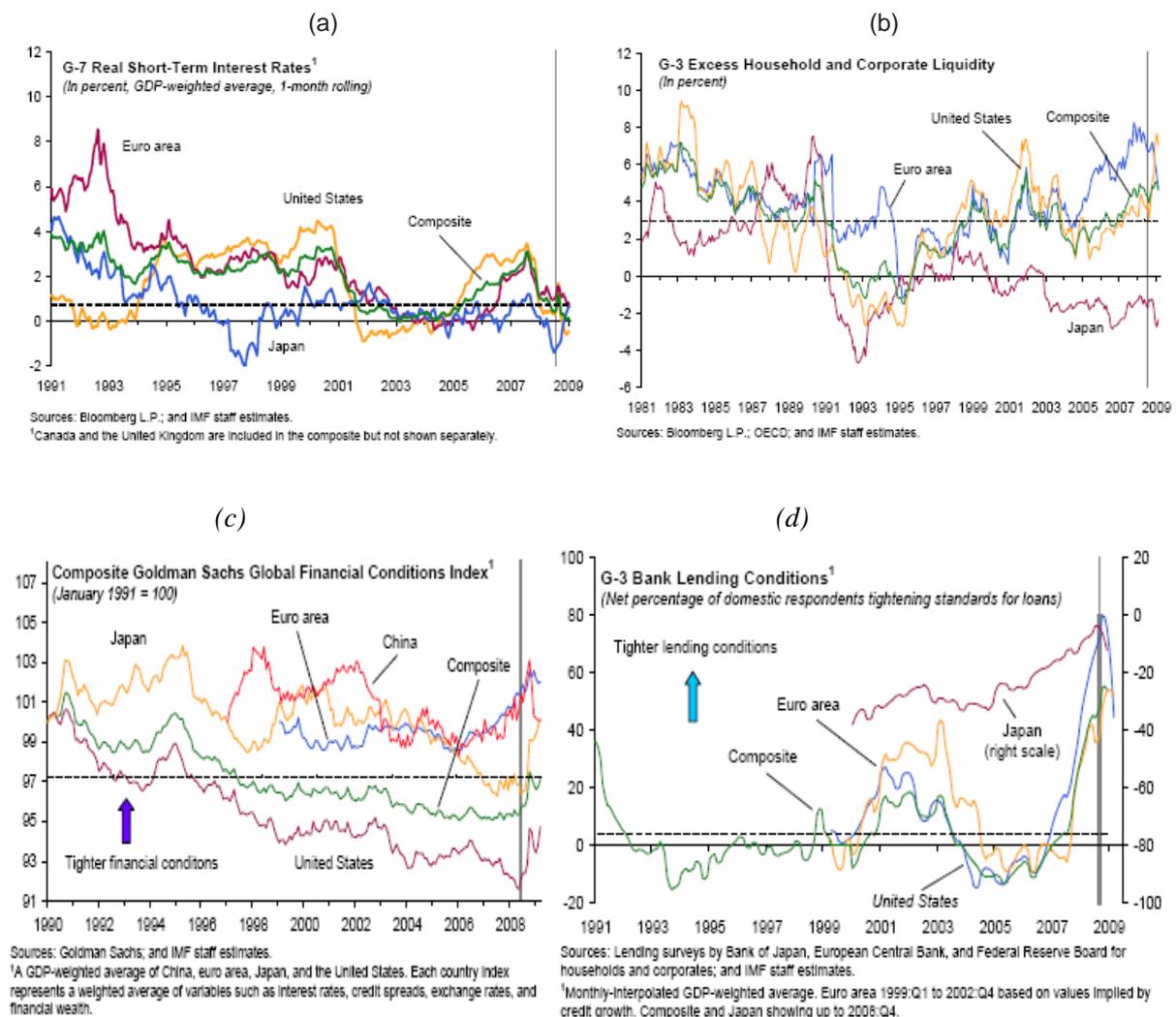
*We aim to measure the extent to which investors are actively taking on more risk. A direct approach to this exploits survey data that explicitly seek to determine the risk-taking behavior of major institutional investors. (a) The Merrill Lynch Investor Survey asks more than 300 fund managers what level of risk they are currently taking relative to their benchmark. We then track the net percentage of investors reporting higher-than-benchmark risk-taking. (b) An alternative approach is to examine institutional holdings and flows into risky assets, on the basis that an increase in such positions signals an increased willingness of institutional investors, relative to individual domestic investors, to take on risk. The State Street Investor Confidence Index uses changes in investor holdings of equities relative to safer assets to measure risk appetite, covering portfolios with around 15 percent of the world's tradable assets. (c) Risk appetite may also be inferred indirectly by examining price or return data. As an example of this approach, the Goldman Sachs Risk Aversion Index measures investors' willingness to invest in risky assets as opposed to risk-free securities, building on the premises of the Capital Asset Pricing Model. By comparing returns between treasury bills and equities, the model allows the level of risk aversion to move over time. Taken together, these measures cover various aspects of risk-taking and provide a broad indicator of risk appetite. (d) The GDP-weighted sum of confidence indices across the major mature markets to determine whether business and consumers are optimistic or pessimistic about the economic outlook.

Questo risultato è confermato se si considera come proxy del grado di avversione al rischio la quota delle attività rischiose nei portafogli degli investitori (figura 5.c)

A sua volta, la minore avversione al rischio delle banche e una politica monetaria espansiva (vedi oltre) hanno generato un eccesso di liquidità e condizioni favorevoli di finanziamento, che hanno dato luogo ad una disponibilità di prestiti anche in eccesso alla domanda (vedi figura 6).

Figure 6*

The availability and cost of funding linked to global monetary and financial conditions

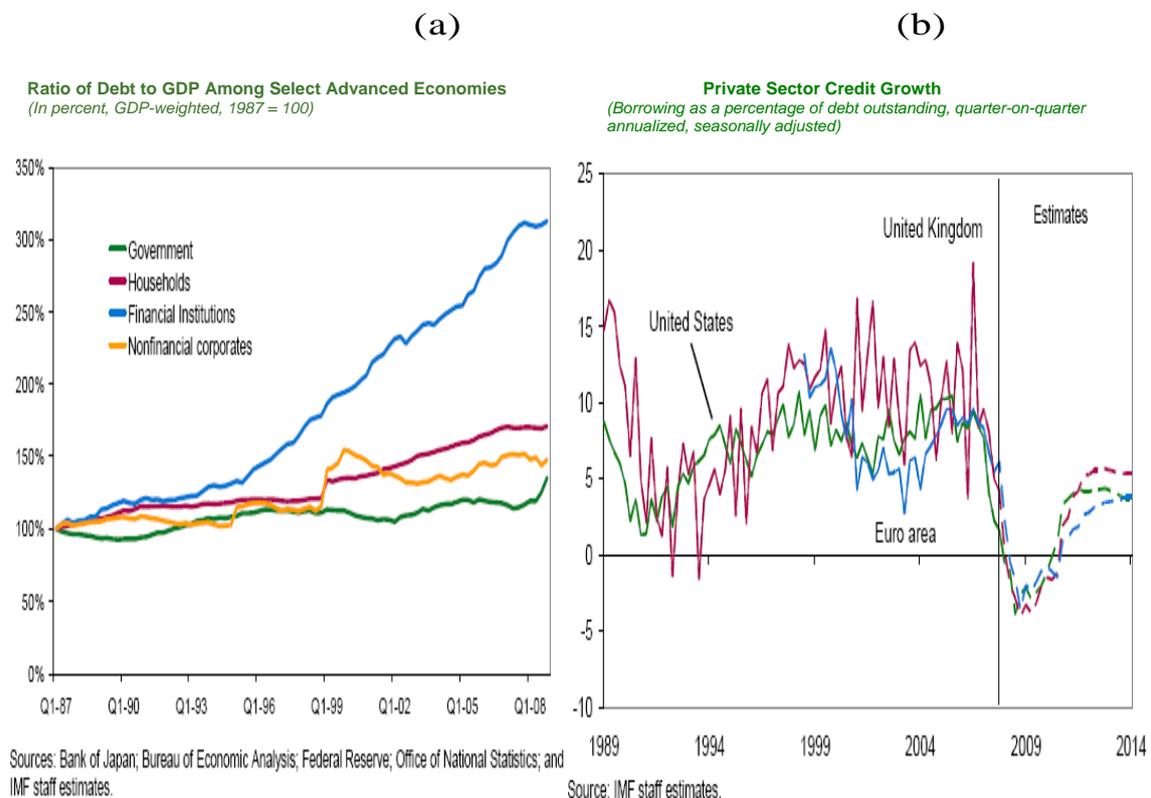


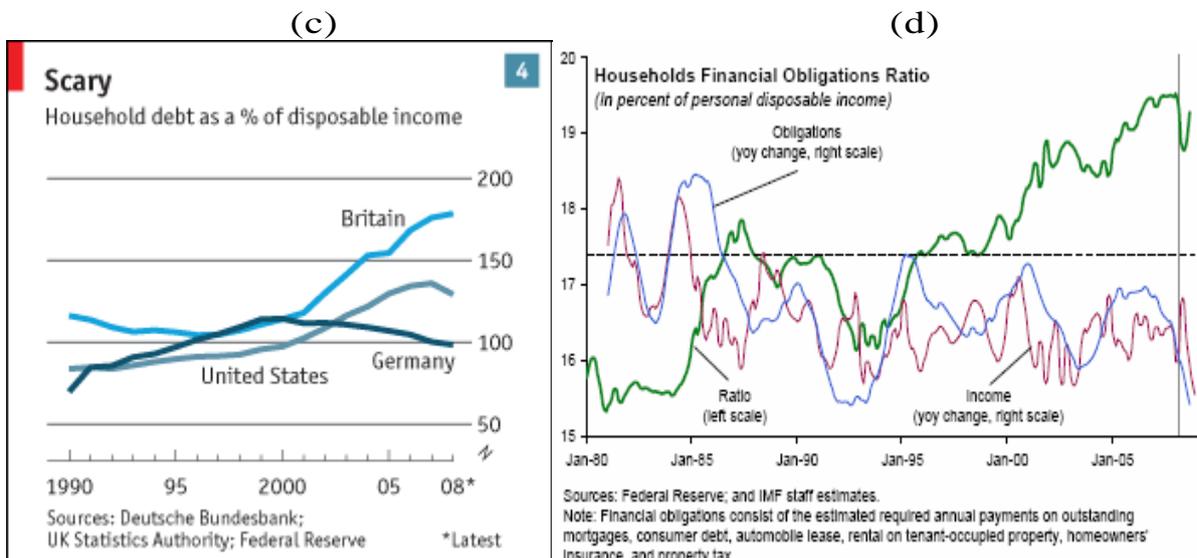
*To capture movements in general monetary conditions in mature markets, we begin by examining the cost of short-term liquidity, measured as the average level of real short rates across the G-7 (a). We also take a broad measure of excess liquidity, defined as the difference between broad money growth and estimates for money demand (b). Realizing that the channels through which the setting of monetary policy is transmitted to financial markets are complex, we also use a financial conditions index that incorporates movements in real exchange rates, real short- and long-term interest rates, credit spreads, equity returns, and market capitalization (c). While most of the above measures capture the price effects of monetary and financial conditions, to further examine the quantity effects we incorporate changes in lending conditions, based on senior loan officer surveys in mature markets (d).

D'altra parte, tassi d'interesse bassi e aspettative ottimistiche hanno accresciuto la propensione all'indebitamento di famiglie, imprese e istituzioni finanziarie, assumendo nel primo quinquennio di questo secolo valori particolarmente elevati in tutti i principali paesi industrializzati.

Infatti, come si può notare dalla figura 7.a, l'indebitamento di tutti gli operatori ha avuto un trend crescente fin dal 1991, raggiungendo la punta massima nel 2007, prima dello scoppio della crisi. Questo trend è stato particolarmente accentuato per istituzioni finanziarie e famiglie. L'indebitamento complessivo delle famiglie americane, in continua ascesa dai primi anni novanta, si è stabilizzato al 141 per cento del reddito disponibile alla fine del 2007. Una tendenza analoga si riscontra in altri paesi occidentali, dove in alcuni casi ha superato il 150% del reddito disponibile (vedi figura 7.c). Conseguentemente, ad iniziare dal 1993 gli esborsi delle famiglie per debiti finanziari hanno avuto un trend crescente e comunque superiore alla crescita del reddito nello stesso periodo (vedi figura 7.d).

Figura 7





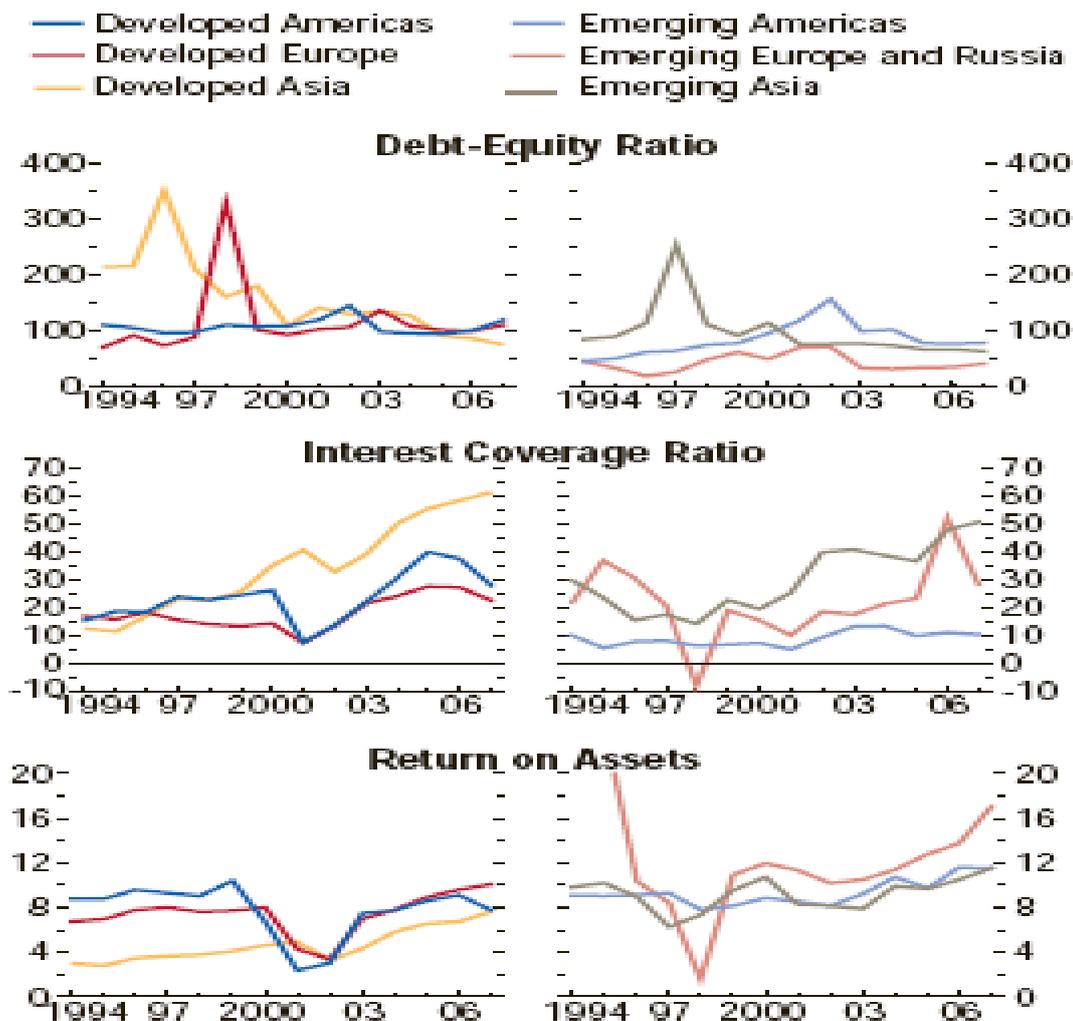
Fonte: (a,b,d) IMF, GFSR, April 09. c) The Economist, October 11th, 2008.

Nonostante il trend crescente del credito al settore privato in Europa e negli Stati Uniti dopo la crisi del 2001 (vedi figura 7.b), il debito delle imprese negli anni precedenti la crisi non sembra abbia avuto un andamento analogo a quello delle famiglie. Mentre il debito delle famiglie nei principali paesi avanzati è passato da circa il 100% del prodotto interno lordo nel 2000 a oltre il 150% nel 2007, il debito delle imprese si è ridotto, passando dal 150% circa del prodotto interno lordo nel 2000 a circa il 100% degli anni successivi, per poi risalire al 120% nel 2007.

Sia nei paesi avanzati che in quelli emergenti, le imprese sembrano aver approfittato degli anni di boom per rafforzare la loro posizione di bilancio, riducendo l'indebitamento e aumentando la liquidità (figura 8); favorite in questo processo da un aumento dei rendimenti sulle azioni, dovuto al boom borsistico.

Figura 8

Selected Balance Sheet Indicators for Nonfinancial Firms¹



Sources: Worldscope; and IMF staff calculations. In percent. Regional aggregates are computed by weighing country data by market capitalization valued at market exchange rates. Within countries, firm-level data are also weighed by market capitalization, to focus on the default risk of the largest, economically most important firms.

Ciò consente, tra l'altro, di affermare che, diversamente da precedenti crisi (la crisi giapponese, quella asiatica, la bolla della dot-com economy), tra le cause della crisi attuale non può essere indicato l'eccessivo indebitamento delle imprese.

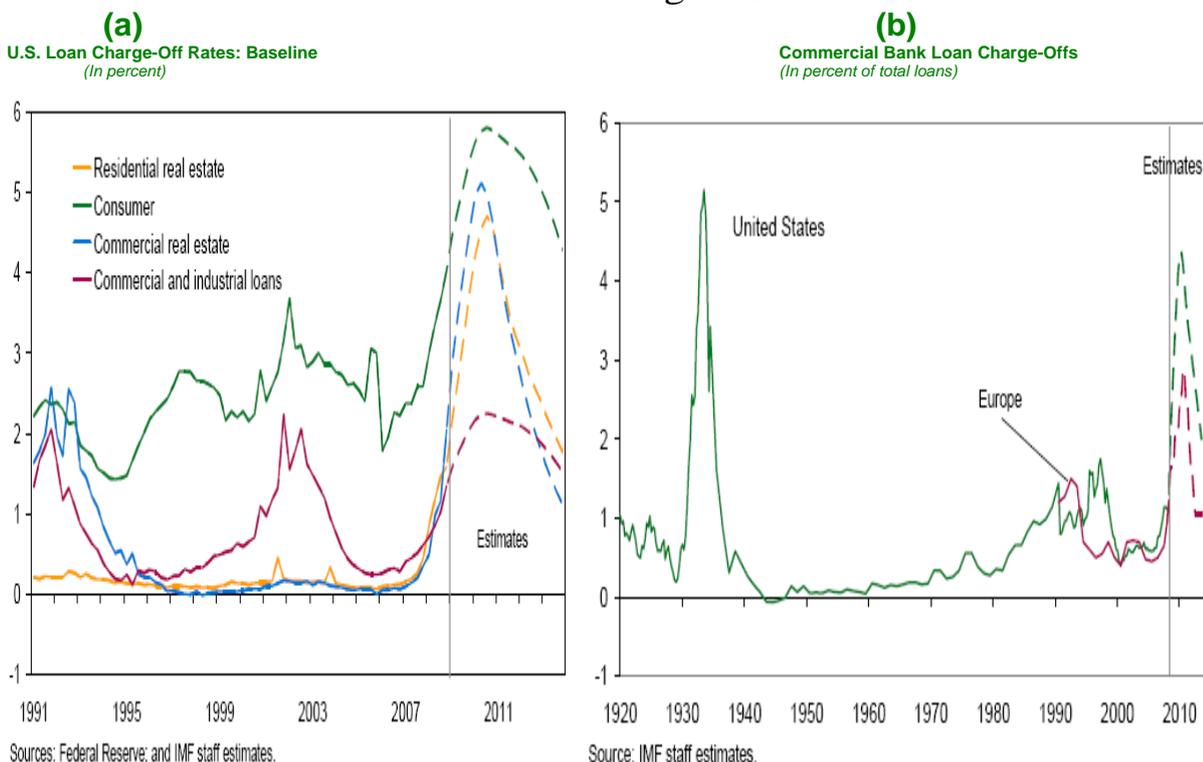
Quello che invece sembra aver assunto un andamento esplosivo è stato l'indebitamento delle istituzioni finanziarie⁴¹ (vedi figura 7.a).

Al riguardo, sottolinea il Fondo Monetario Internazionale nell'ultimo *Global Financial Stability Report*: “Financial institutions and households in particular, had built up record levels of debt and are now seeking to reduce leverage... The buildup of leverage that preceded this crisis was substantial, and certainly on a par with other periods in history that have ended in a collapse in credit.” GFSR, April 2009, p. 4-5.

L'espansione dei prestiti bancari è stata alimentata da altri due fenomeni, che hanno contribuito a ridurre il grado di avversione al rischio delle stesse banche. Da un lato, la riduzione del tasso di sconto negli Stati Uniti e in Europa, dall'altro, la riduzione del rischio di credito nello stesso periodo.

Il tasso ufficiale di sconto negli Stati Uniti è passato dal 6,50% del 1999 all'1% del 2004, per poi risalire al 4,25% nel 2007. Un analogo andamento, anche se con minore variabilità, ha avuto il tasso ufficiale di sconto negli altri paesi occidentali (vedi tab. 1).

Figura 9



⁴¹ Per un'analisi di questo punto si veda oltre.

Il secondo fattore che ha contribuito all'espansione del credito prima della crisi è la riduzione del rischio di credito. Infatti, dal 2001 al 2007 le perdite su crediti nei principali paesi industrializzati hanno avuto un andamento decrescente, e comunque sono state particolarmente basse sui prestiti alle imprese (vedi figura 9).

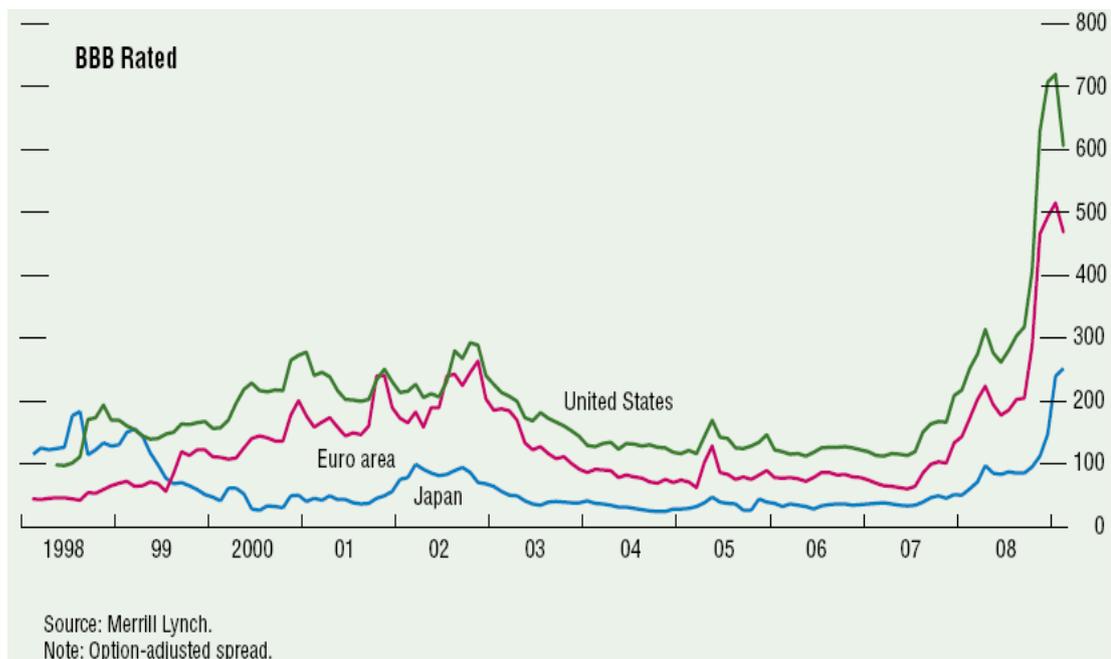
Ciò ha contribuito ad accrescere la fiducia degli operatori e a ridurre gli spread sui crediti, con livelli particolarmente bassi per le imprese (figura 10.a). Comunque, la riduzione degli spread ha riguardato l'intera economia e ha raggiunto tra il 2004 e il 2007 livelli inferiori alla media del periodo (cfr. figura 10.b).

Figura 10

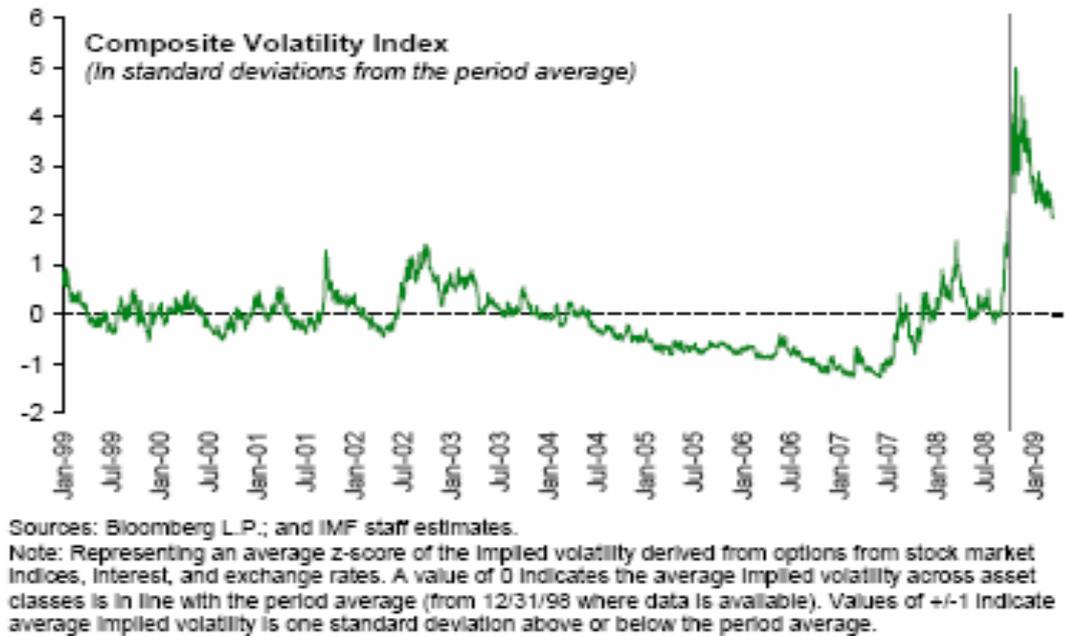
(a)

Nonfinancial Corporate Credit Spreads

(In basis points; monthly data)



(b)

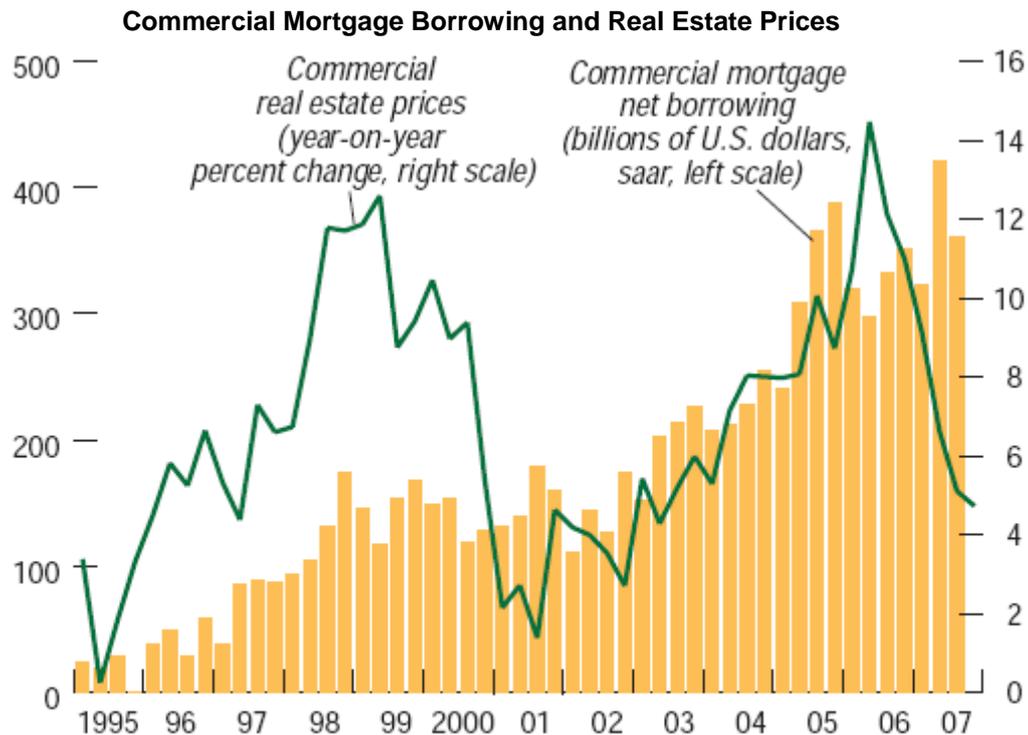


Come si è detto in precedenza, negli ultimi anni la componente più dinamica dei prestiti è stata quella alle famiglie. La parte maggiore di questi prestiti ha riguardato l'acquisto di case.

I mutui ipotecari negli Stati Uniti sono passati da 50 miliardi di dollari nel 2001 a 450 miliardi circa nel 2006, per ritornare a meno di 200 miliardi nel 2007. Ciò ha alimentato il boom dei prezzi degli immobili, che negli Stati Uniti sono passati da tassi di crescita del 4% circa nel 2001 a quasi il 14% del primo semestre del 2007 (vedi figura 11).

Le condizioni di generale ottimismo sull'andamento futuro dell'economia, il basso costo del denaro e la ricerca di profitti hanno indotto le banche ad abbassare i requisiti per la concessione dei prestiti, concedendo mutui anche a clienti subprime (vedi Shin, 2009).

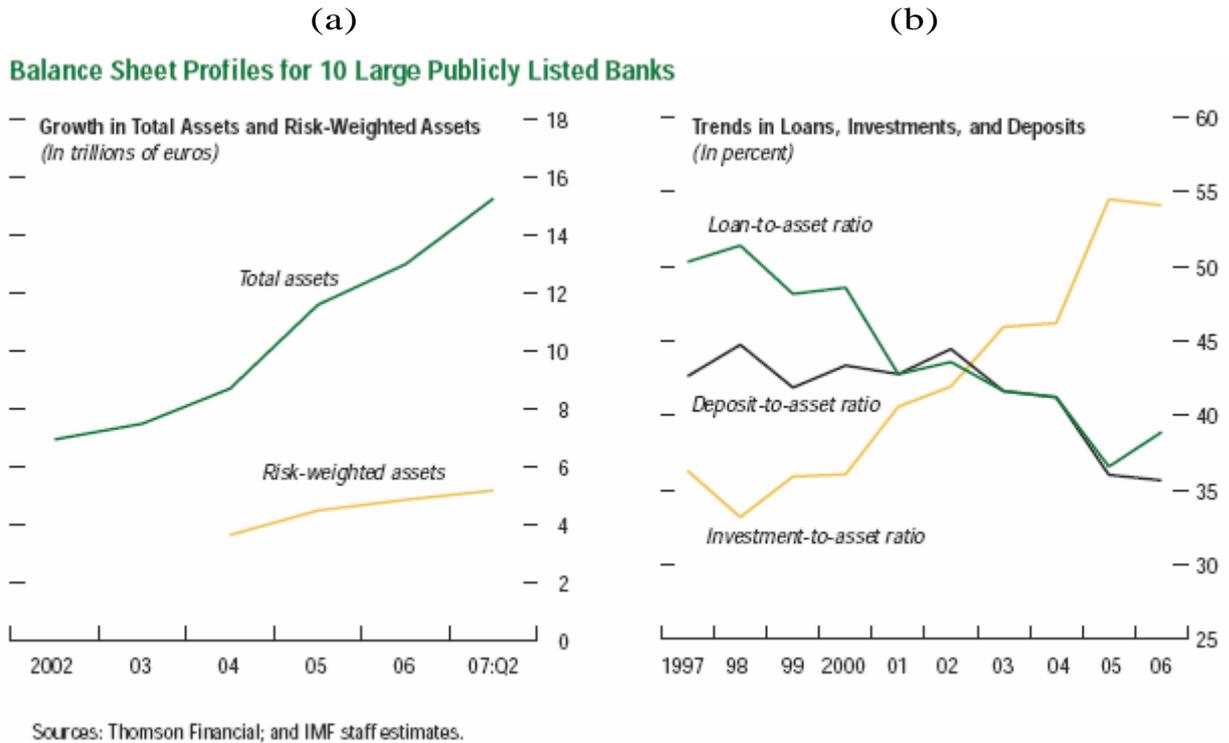
Figura 11



Sources: Federal Reserve; and Standard and Poor's.
 Note: saar = seasonally-adjusted annual rate.

Tuttavia, occorre rimarcare che, la crescita dell'attivo delle banche non è stata dovuta tanto ai prestiti quanto ad un aumento degli investimenti in titoli e in altre attività. Come si può notare dalla figura 12.a, negli ultimi 5 anni il totale attivo delle prime dieci banche europee e americane è più che raddoppiato, raggiungendo i 15000 miliardi di euro; mentre la crescita dell'attivo che comporta accantonamento di capitale è stata moderata. Infatti, nel 2002 sia la quota dei prestiti che quella degli investimenti delle prime dieci banche era pari al 43% dell'attivo. Nel 2007 la quota dei prestiti sul totale attivo era scesa al 35% mentre quella degli investimenti in titoli e altre attività aveva raggiunto quasi il 55% delle attività complessive di queste banche (cfr. figura 12.b).

Figura 12



Un interrogativo centrale è come le banche e le altre istituzioni finanziarie abbiano finanziato questa enorme e rapida crescita dell'attivo, tenendo conto che, negli ultimi anni i depositi delle principali banche commerciali si sono ridotti rispetto al totale attivo, come effetto della riduzione della propensione al risparmio delle famiglie sia negli Stati Uniti che negli altri paesi occidentali.

Una prima spiegazione di questo fenomeno è la riduzione dei tassi di sconto da parte della Federal Reserve e delle altre Banche centrali. Tuttavia, le banche americane hanno potuto aumentare l'offerta di prestiti a livelli mai raggiunti in precedenza solo grazie al processo di securitisation, che ha consentito di creare credito ben al di sopra delle possibilità offerte dalla politica monetaria della Federal Reserve.⁴²

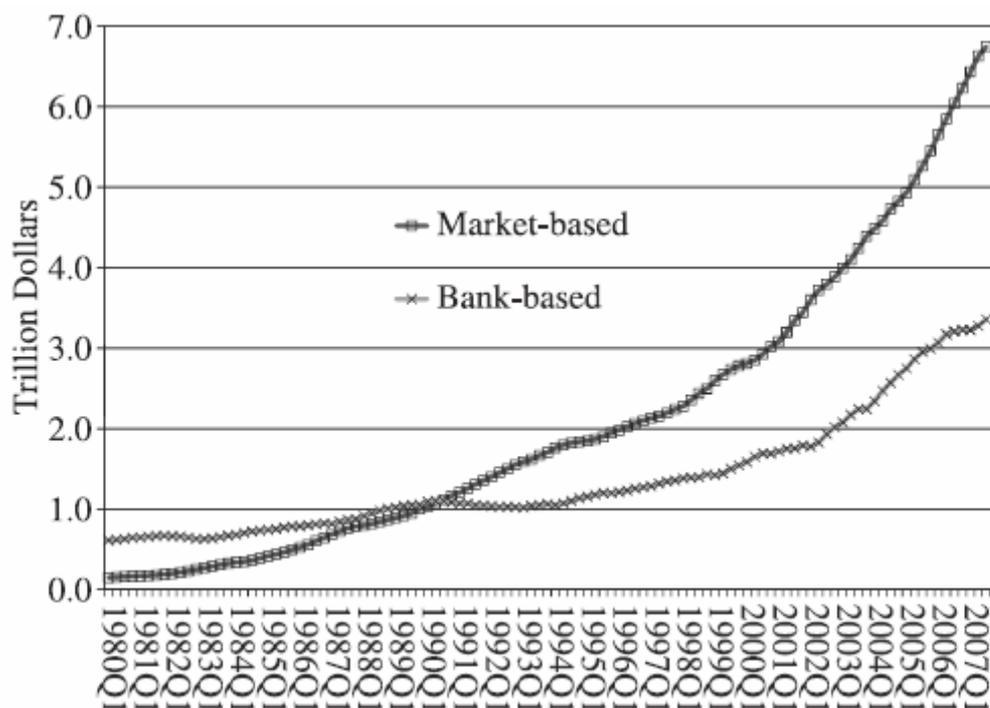
L'enorme processo di securitization ha riguardato i mutui immobiliari americani. L'emissione di mortgage-backed securities (MBSs), collateralised debt obligations (CDOs), e asset-backed commercial papers (ABCPs) ha consentito alle banche di trasferire al mercato gran parte del rischio di credito derivante dalla

concessione dei mutui e di aumentare l'offerta di credito.

Infatti, dal 1990 gli assets legati ai mutui immobiliari degli Stati Uniti “detenuti dal mercato” hanno superato quelli detenuti dalle banche, e oggi i primi corrispondono a circa i due terzi del totale (figura 13).

Figura 13

Bank-based and Market-based Home Mortgage Holdings (1980Q1-2008Q1): Flow of Funds, US Federal Reserve



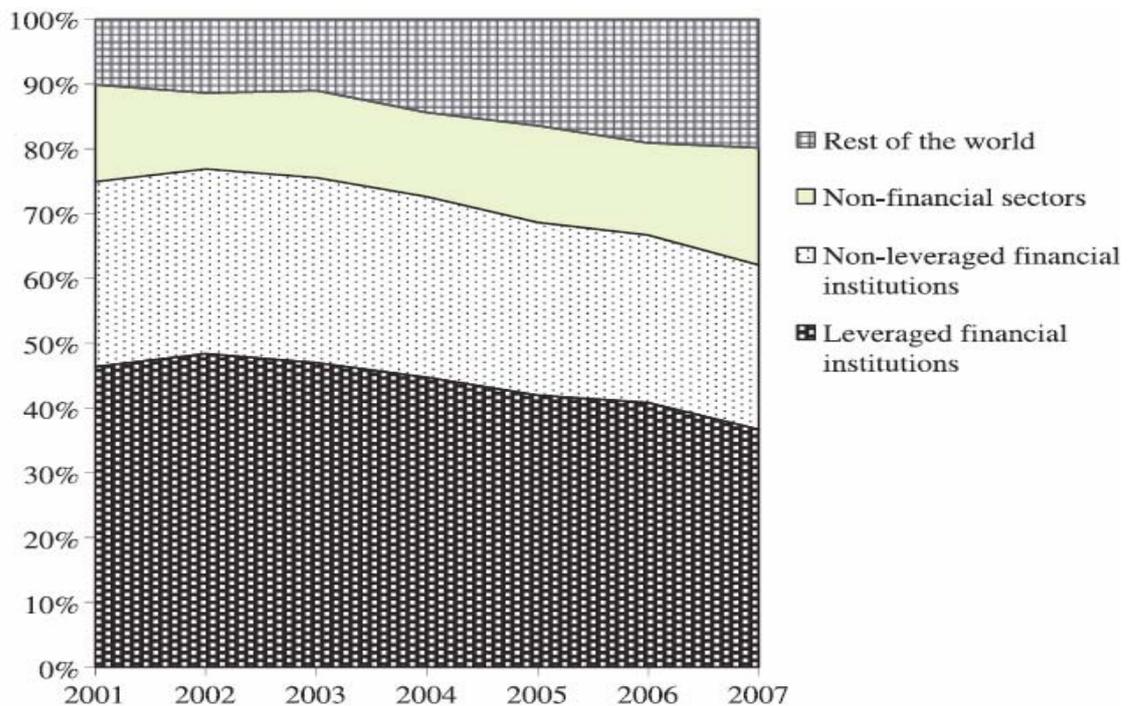
Fonte: Shin (2009).

Al momento dello scoppio della crisi, i titoli sui mutui immobiliari generati dalle agenzie sponsorizzate dal governo americano, come Fannie Mae e Freddie Mac, erano posseduti per circa il 40% da banche e altre istituzioni finanziarie che hanno una leva finanziaria, per meno del 30% dalle istituzioni finanziarie che non si finanziano tramite debito e dal restante 30% circa dal settore non finanziario e dal resto del mondo (figura 14).⁴³

⁴² Su questo punto, si veda Shin (2009).

⁴³ Tra l'altro, questa ripartizione consente di comprendere l'effetto contagio che si è determinato con l'insolvenza di una parte di questi mutui.

Figura 14

Holding of GSE-backed Securities (percentages)

Fonte: Shin (2009).

Oggi le principali fonti di finanziamento delle banche occidentali sono costituite dai prestiti interbancari, debiti a breve e a lungo termine (compresi securitized or collateralized funding) e da attività liquide ottenute dalla vendita di titoli sul mercato. Così, le condizioni esistenti sui mercati finanziari determinano in misura rilevante anche le condizioni di profitto delle banche.

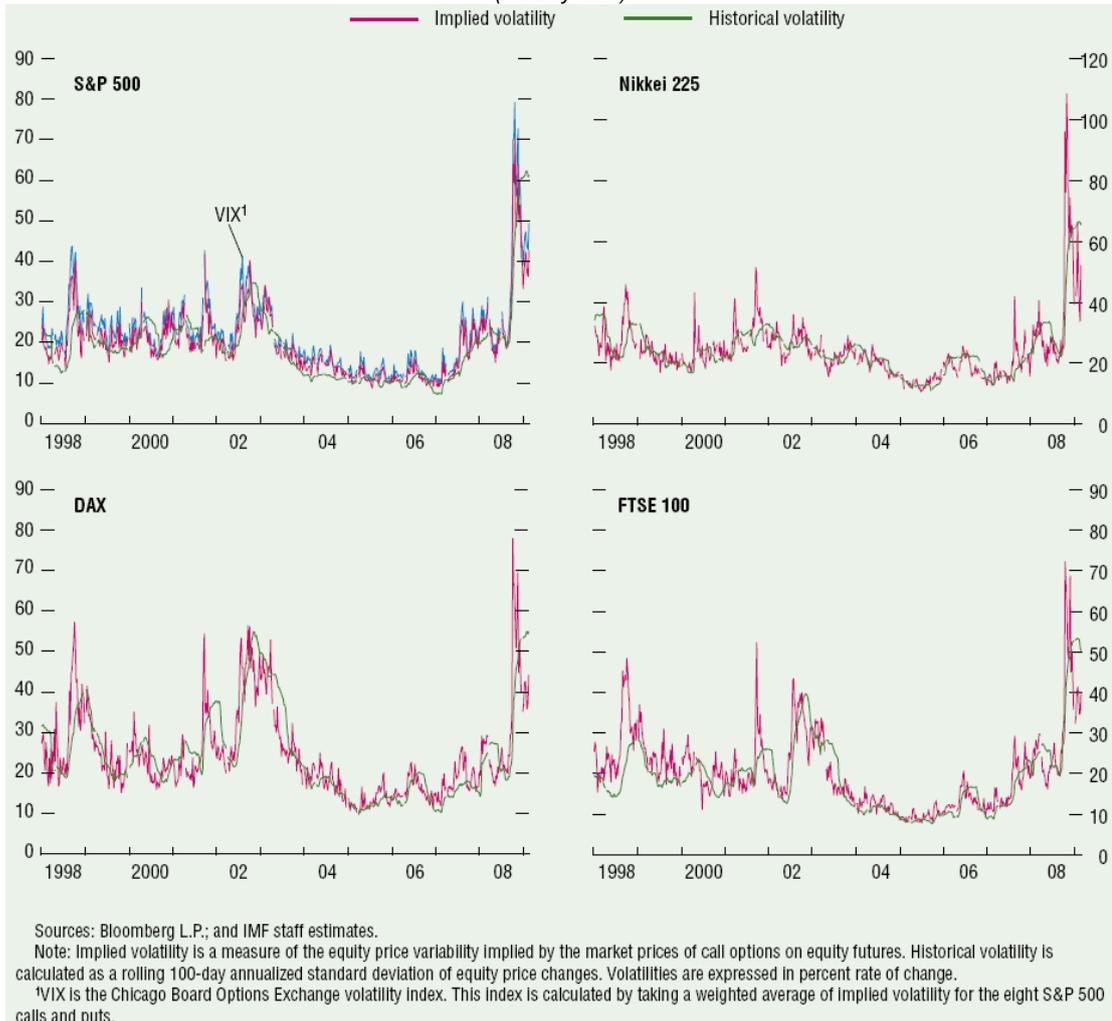
L'altro fenomeno rilevante che ha interessato le economie dei paesi occidentali prima dello scoppio della crisi, nell'estate del 2007, è stato l'aumento del prezzo delle azioni e il boom borsistico. Dal 2002 al 2007 l'indice S&P 500 è più raddoppiato; analoga tendenza si riscontra per gli indici europei e giapponesi (vedi Figura 15).

Figura 15
Equity Markets: Price Indices
(January 1, 1990 = 100; weekly data)



D'altra parte, quali siano state in questo periodo le opinioni prevalenti degli operatori circa il futuro è dimostrato anche dalla bassa volatilità che ha contraddistinto questi mercati (vedi figura 16).

Figura 16
Implied and Historical Volatility in Equity Markets
(Weekly data)

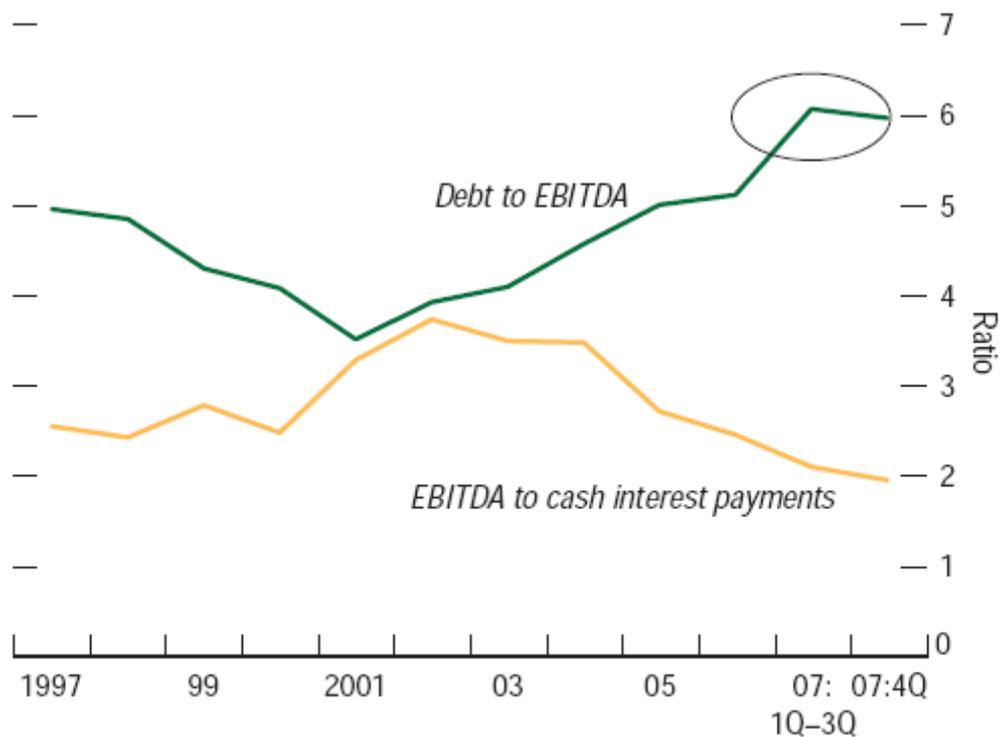


Aspettative ottimistiche, condizioni di finanziamento favorevoli e il boom borsistico hanno così contribuito ad alimentare il clima di euforia che ha preceduto e innescato l'attuale crisi finanziaria.

Tuttavia, connessi al boom borsistico vi sono alcuni fenomeni che hanno contribuito ad accrescere la fragilità del sistema finanziario.

Il primo è il crescente ricorso delle banche americane alle operazioni di leverage buyout per finanziare i prestiti bancari. Ciò ha contribuito ad aumentare l'esposizione di queste ultime ai rischi di mercato e alle aspettative degli altri operatori. D'altra parte, l'accresciuto indebitamento delle banche non trova corrispondenza in un analogo aumento della qualità del credito (vedi figura 17).

Figura 17
U.S. Leveraged Buyout Loans: Credit Quality Indicators

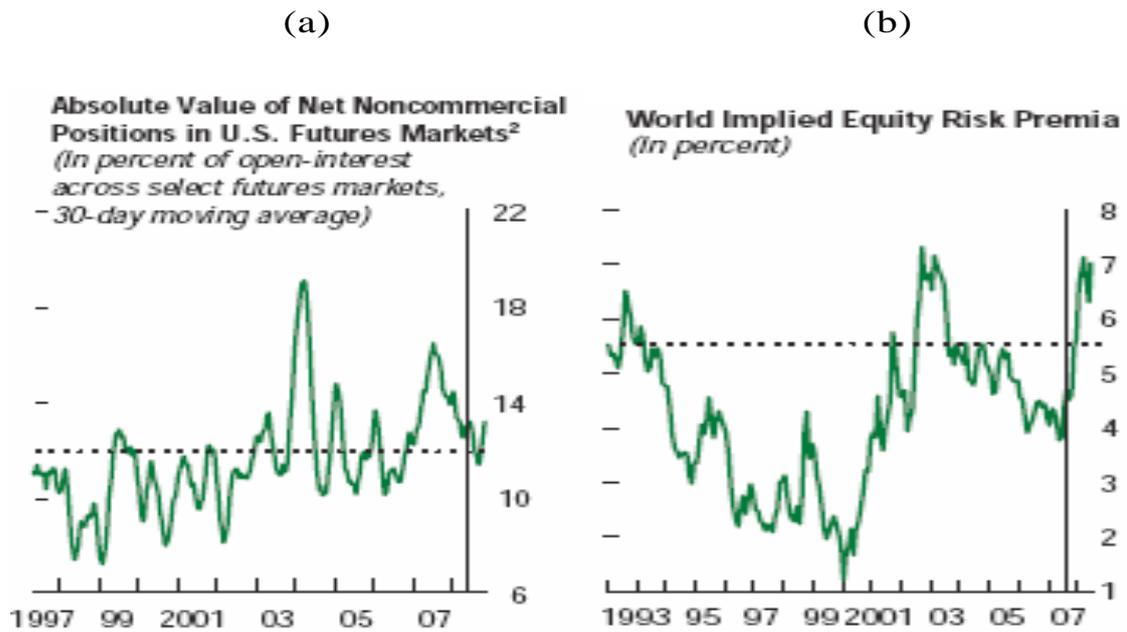


Sources: Standard & Poor's LCD; and IMF staff estimates.

Note: EBITDA = earnings before interest, tax, depreciation, amortization.

Il secondo fattore che ha contribuito ad accrescere l'instabilità finanziaria prima della crisi del 2007 è la diffusione dell'attività speculativa. Come si è detto in precedenza, quest'ultima consiste nel prendere a prestito per acquistare titoli al solo scopo di trarre vantaggio dall'aumento futuro del prezzo dei titoli. Per stimare il peso di questa attività, il FMI ha costruito un indice di posizione speculativa, basato sullo scostamento dell'andamento di un insieme di contratti derivati rispetto alla posizione netta dei titoli non commerciali. Si ha un aumento dell'attività speculativa quando aumentano le posizioni sui mercati futuri rispetto a quelli presenti. Basato su questo indicatore, la figura 18.a mostra un andamento crescente della posizione speculativa sui mercati americani dei futures fin dal 1998, con valori superiori alla media dopo il 2003.

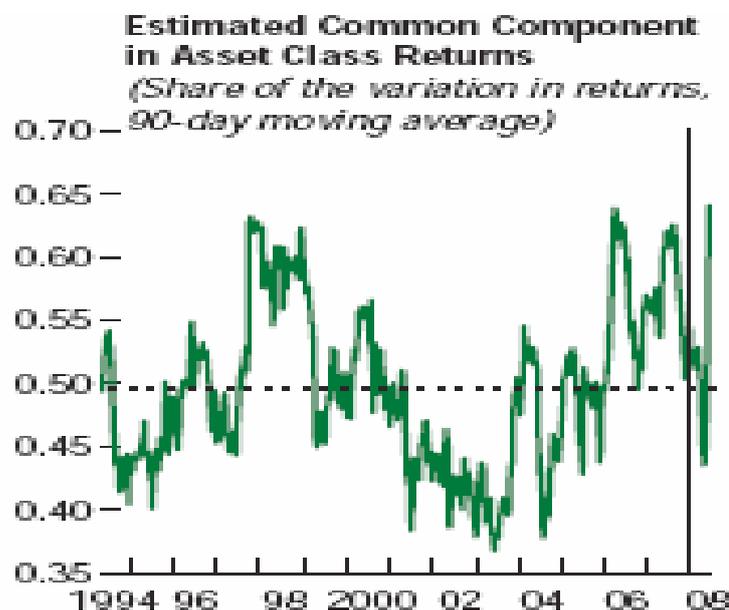
Figura 18



² Data represent the absolute value of the net position taken by noncommercial traders in 17 selected U.S. futures markets. High values are indicative of heavy speculative positioning across markets, either net-long or net-short.

D'altra parte, quando le opinioni prevalenti sono un aumento del prezzo dei titoli, si riduce il premio per il rischio sui mercati finanziari ma aumenta il rischio di mercato e la fragilità del sistema finanziario. Infatti, come riporta la figura 18.b, dal 2003 fino allo scoppio della crisi il premio per il rischio sui titoli azionari scambiati nei mercati dei paesi industrializzati si è ridotto ed è sceso a livelli inferiori alla media del periodo.

Figura 19



Queste conclusioni sembrano confermate dalla figura 19. Essa descrive l'andamento di un indicatore diretto del grado di vulnerabilità del sistema a seguito di uno shock. Infatti, il grafico riporta le stime della componente comune nei rendimenti di un insieme di titoli appartenenti a classi diverse. Quanto maggiore è il grado di correlazione tra questi rendimenti tanto più elevato è il grado di vulnerabilità del sistema agli shocks. Come si può notare, il grafico della figura 19 dimostra che dal 2002 la componente comune dei rendimenti dei titoli appartenenti a classi diversi è aumentata, raggiungendo livelli elevati negli ultimi due anni che hanno preceduto la crisi finanziaria.

A questo punto è possibile sintetizzare i principali fenomeni che hanno preceduto la crisi finanziaria.

1. Nel quinquennio precedente lo scoppio della crisi finanziaria famiglie, imprese e istituzioni finanziarie hanno ridotto il loro grado di avversione al rischio. Ciò è stato favorito e alimentato da una riduzione del rischio di credito nello stesso periodo.
2. Ne è conseguito un incremento della propensione all'indebitamento e una riduzione delle attività sicure rispetto a quelle rischiose nei portafogli degli operatori. L'aumento dell'indebitamento ha riguardato prevalentemente le famiglie e le istituzioni finanziarie e in minor misura le imprese.
3. L'aumento dei prestiti è stato alimentato da una politica monetaria espansiva. Tuttavia, le banche hanno incrementato endogenamente l'offerta di prestiti anche attraverso la securitisation. Inoltre, per aumentare l'offerta i profitti, le banche hanno abbassato i requisiti di credito, concedendo mutui anche a clienti subprime.
4. L'euforia che ha coinvolto soprattutto famiglie e istituzioni finanziarie e l'aumento dei prestiti al settore privato hanno alimentato l'incremento dei prezzi delle case e il boom borsistico nei principali paesi industrializzati, su cui si è inserita la

speculazione.

5. Infine, l'eccessivo indebitamento, l'espansione dell'attivo attraverso il leverage, la concessione di prestiti sulla base di una previsione di aumento del prezzo delle case anche a clienti subprime e la speculazione, che ha contribuito ad alimentare il boom borsistico, hanno aumentato considerevolmente la fragilità del sistema finanziario e posto le condizioni per il successivo crollo.

8. La crisi e i suoi effetti

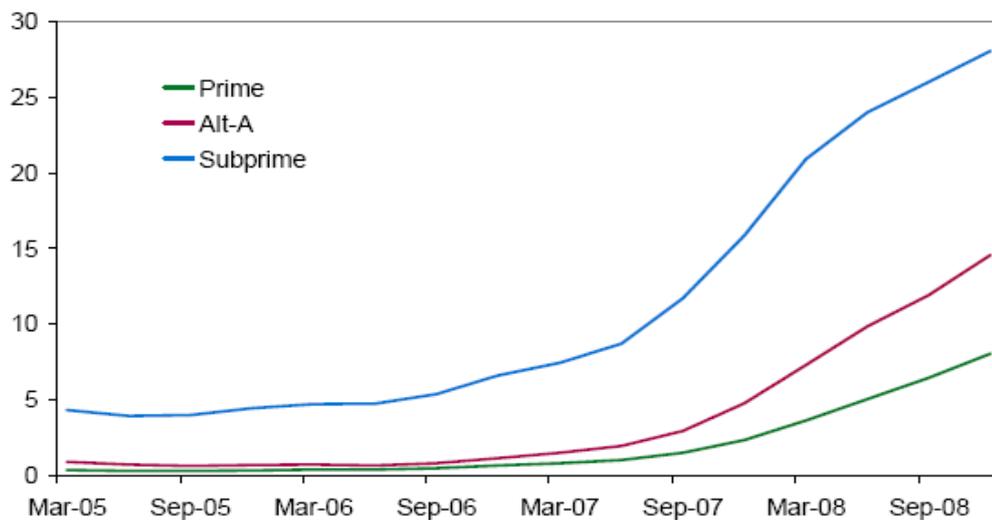
In un sistema caratterizzato da eccessivo indebitamento e fragilità finanziaria, la mancata realizzazione delle aspettative può scatenare la crisi finanziaria.

Come si è detto in precedenza, l'attuale crisi finanziaria si è manifestata nell'agosto del 2007 con l'impossibilità dei debitori americani a basso reddito di rimborsare i mutui immobiliari. Tuttavia, l'insolvenza dei mutui subprime è iniziata a crescere già da prima, passando da meno del 5% del 2005 a quasi il 15% al momento dello scoppio della crisi (figura 20).

Figura 20

Delinquency Rates on U.S. Residential Mortgage Loans

(In percent of total loans, 90+ days)

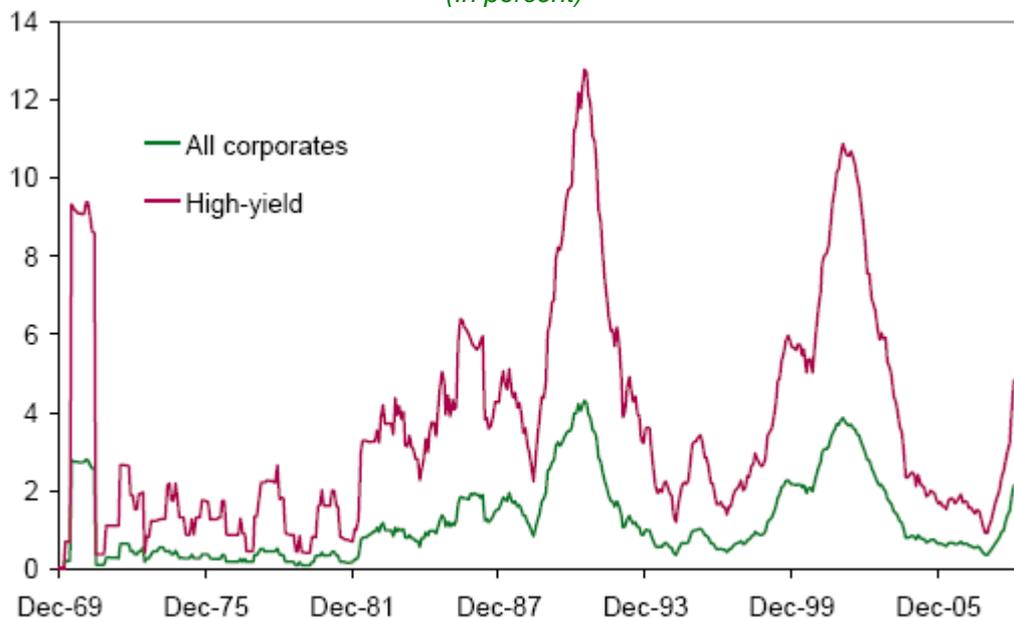


Source: Bloomberg L.P.

Comunque, a settembre del 2008 l'insolvenza dei mutui subprime americani aveva raggiunto quasi il 30% di questo tipo di mutui.

Al contrario delle famiglie, le imprese non finanziarie sono entrate nella crisi con una posizione solida, avendo livelli relativamente bassi d'indebitamento e buoni indicatori di bilancio. Comunque, dopo lo scoppio della crisi anche la qualità del credito di queste ultime è peggiorata rapidamente (figura 21). Infatti, il tasso di default delle imprese è cresciuto rapidamente, raggiungendo il 2,1% del totale (il 4,8% per i prestiti più rischiosi).

Figura 21
Global Corporate Default Rates
(In percent)

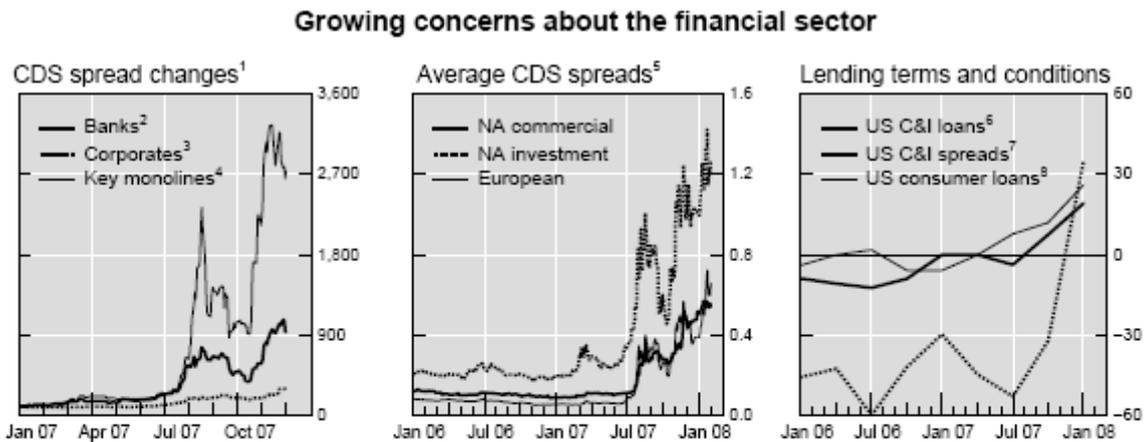


Source: Moody's.

L'insolvenza dei mutui subprime ha determinato un aumento degli spread sui titoli che incorporavano questi mutui e pesanti perdite per le istituzioni che li possedevano. Inoltre, dalle istituzioni coinvolte direttamente nella crisi, le preoccupazioni si sono estese rapidamente all'intero settore finanziario, con un aumento degli spread per tutti i tipi di titoli (vedi figura 22). A seguito di questi eventi, si è avuto un crollo della fiducia e un aumento nel grado di avversione al rischio degli investitori (figura 5).

Figura 22

(a) (b) (c)

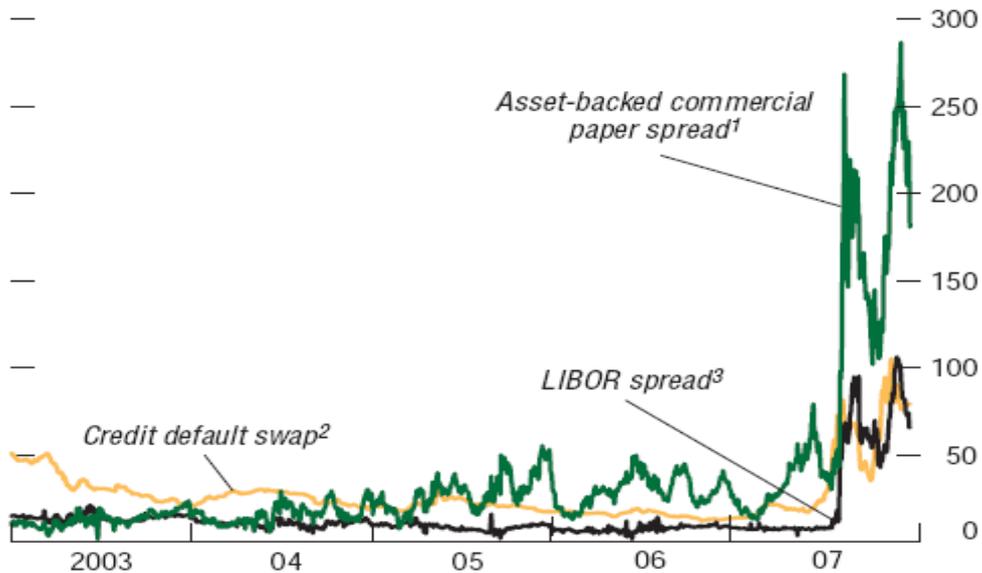


¹ Average of five-year CDS spreads; 1 January 2007 = 100. ² Twenty large, internationally active banks from France, Germany, Japan, Switzerland, the United Kingdom and the United States (average rating of Aa2). ³ Twenty large industrial and consumer goods companies with the same country composition and average rating as the sample of banks described above. ⁴ Seven financial guarantors. ⁵ In per cent. The sample comprises eight commercial and six investment banks in North America (NA) and 11 universal banks in Europe. ⁶ Net percentage of domestic respondents tightening standards for commercial and industrial (C&I) loans for large and medium-sized firms seeking loans. ⁷ Net percentage of domestic respondents increasing spreads of loan rates over banks' cost of funds for large and medium-sized firms seeking loans. ⁸ Net percentage of domestic respondents tightening standards on consumer loans (excluding credit cards).

Sources: Federal Reserve Board; Markit; BIS calculations.

Il panico non ha riguardato solo la solidità dei mutuatari ma anche quella delle istituzioni finanziarie. Infatti, subito dopo lo scoppio della crisi nell'agosto del 2007 lo spread sul mercato interbancario è immediatamente aumentato di quasi cento punti base, rendendo illiquido questo mercato (vedi figura 23).

Figura 23
Aggregate Bank Credit Default Swap Rate and Selected Spreads
 (In basis points)



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

¹Spread between yields on 90-day U.S. asset-backed commercial paper and on three-month U.S. Treasury bills.

²The unweighted daily average of the five-year credit default swaps for the following institutions: Morgan Stanley, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Lehman Brothers, JPMorgan, Deutsche Bank, Bank of America, Citigroup, Barclays, Credit Suisse, UBS, and Bear Stearns.

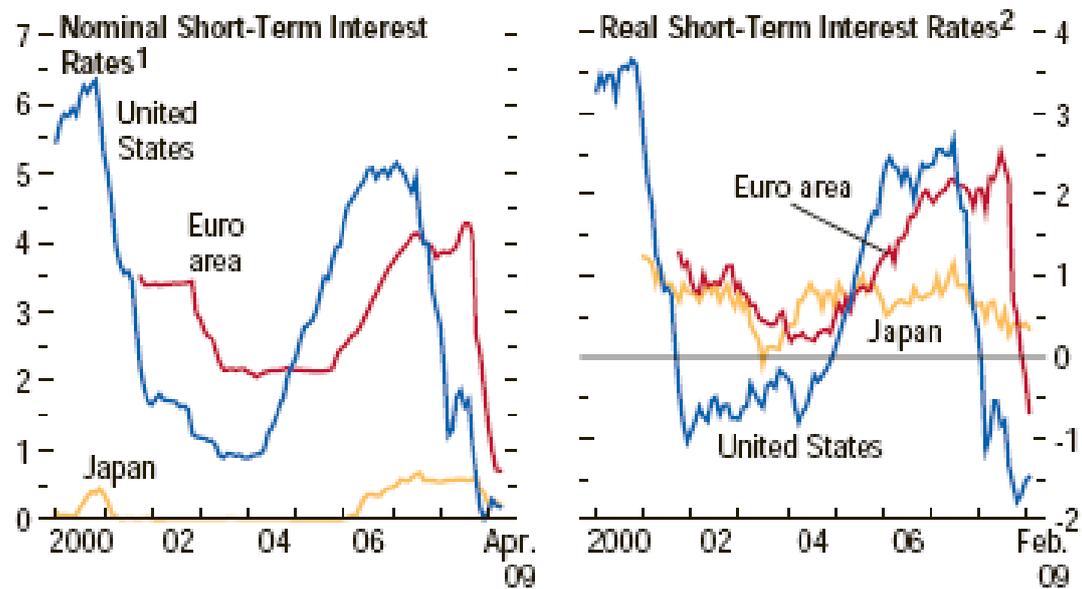
³Spread between yields on three-month U.S. LIBOR and on the three-month U.S. overnight index swap.

Come si è detto, l'inceppamento del mercato dei prestiti interbancari si è ripetuto più volte nei mesi successivi.

D'altra parte, nonostante i ripetuti interventi delle Banche centrali per fornire la maggiore liquidità richiesta (figura 24), i prestiti al settore privato si sono ridotti dopo lo scoppio della crisi (figura 24), non solo per l'aumento della rischiosità dei prestiti (cfr. figure 9 e 10), ma anche per il tentativo delle banche di ricostruire la liquidità nei loro portafogli, a seguito del deterioramento della qualità del credito (figura 23) e dell'attivo (figura 22.a). Infatti, come indica la figura 24.c, la crescita dei prestiti al settore privato dopo lo scoppio della crisi non solo si è ridotta, ma negli ultimi mesi è addirittura diventata negativa.

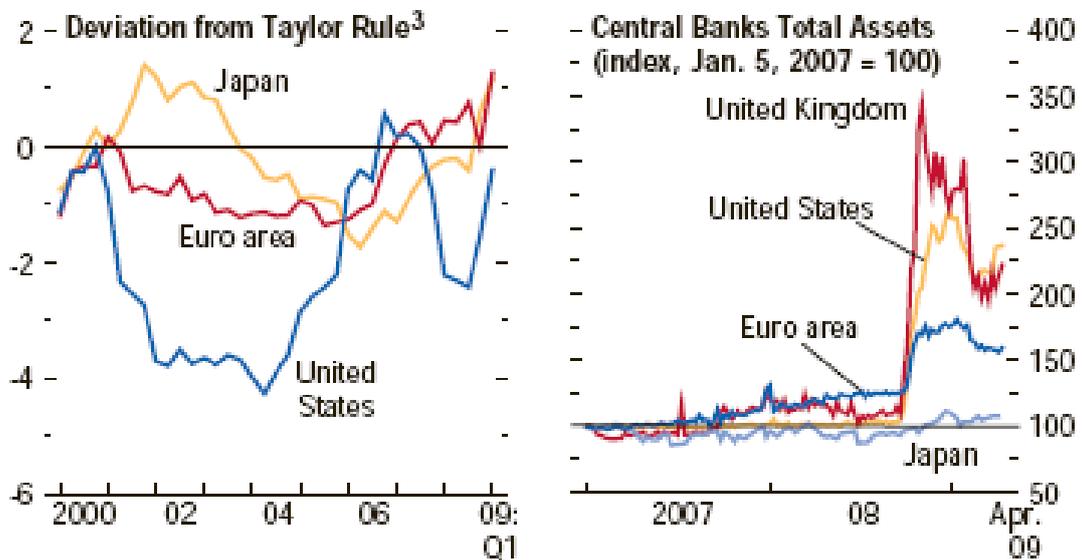
Figura 24

(a)

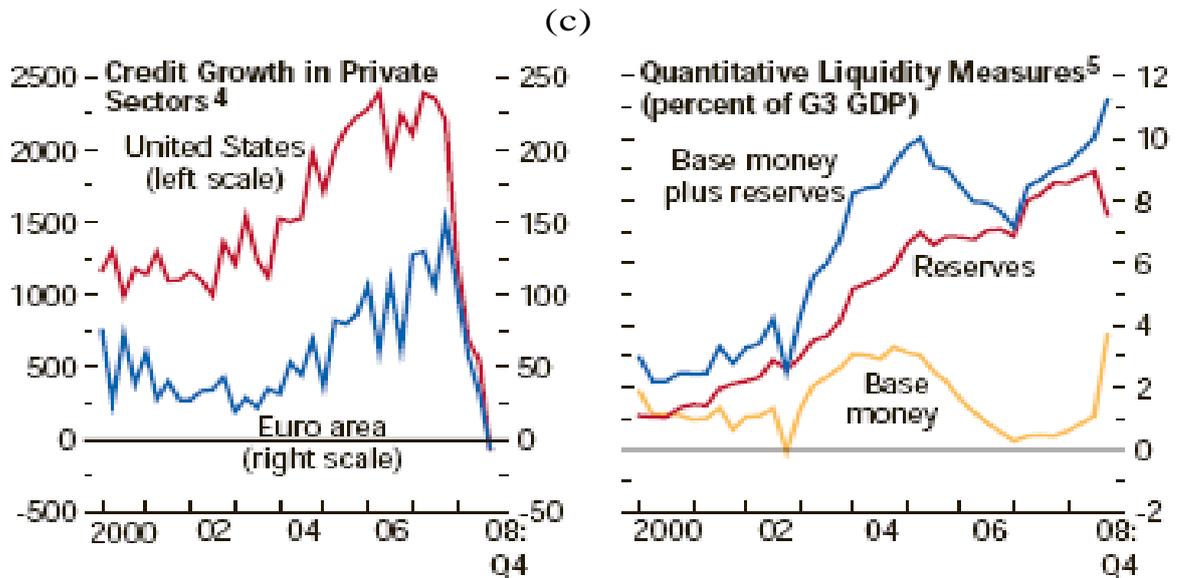


1. Three-month treasury bills.
2. Relative to core inflation.

(b)



3. The Taylor rate depends on (1) the neutral real rate of interest, which in turn is a function of potential output growth; (2) the deviation of expected consumer price inflation from the inflation target; and (3) the output gap. Expected inflation is derived from one-year-ahead consensus forecasts.



4. Quarter-over-quarter changes; in billions of local currency.

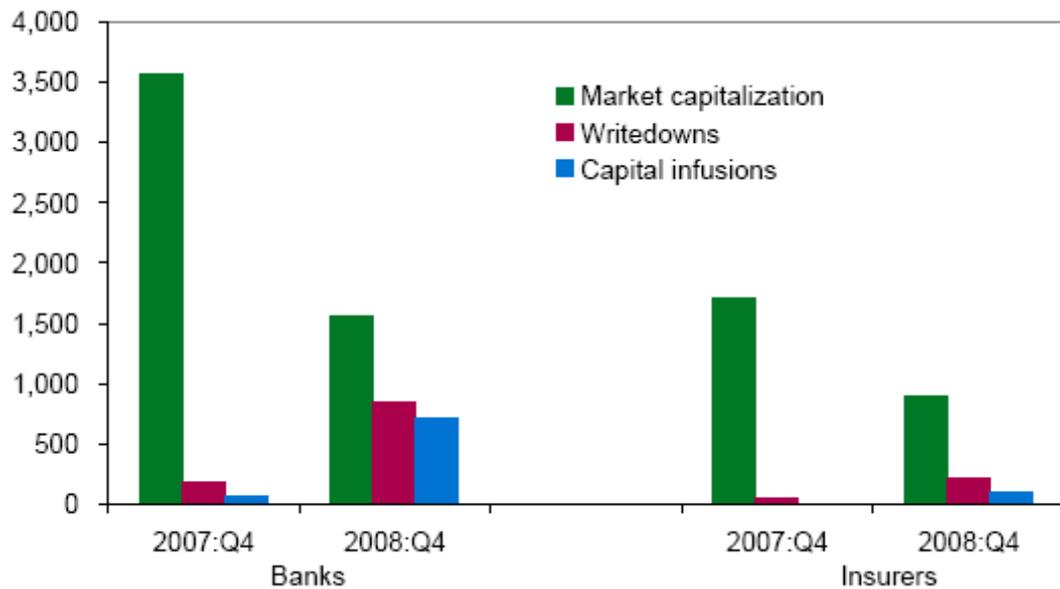
5. Change over three years for euro area, Japan, and United States (G3), denominated in U.S. dollars.

* Sources: Bloomberg Financial Markets; Eurostat; Haver Analytics; Merrill Lynch; OECD *Economic Outlook*; and IMF staff calculations.

Ciò induce a concludere che, non solo nella fase di boom ma anche in quella di crisi l'offerta di prestiti è endogena e la politica monetaria potrebbe essere inefficace rispetto all'obiettivo di aumentare la quantità di credito disponibile nel sistema. Più efficace potrebbe essere stato l'intervento pubblico per impedire la bancarotta di numerose istituzioni finanziarie.

Infatti, dall'inizio della crisi le perdite su crediti delle principali banche sono aumentate rapidamente e il valore di mercato delle prime dieci banche è sceso a meno della metà (vedi figura 25), come conseguenza delle mutate aspettative e del fatto che il mercato ha valutato queste ultime sulla base del cash-flow che erano in grado di realizzare nel breve periodo. Per impedire il fallimento delle più importanti istituzioni finanziarie, nel corso del 2008 c'è stato un massiccio intervento dei principali governi occidentali per ricapitalizzare queste istituzioni (vedi figura 25).

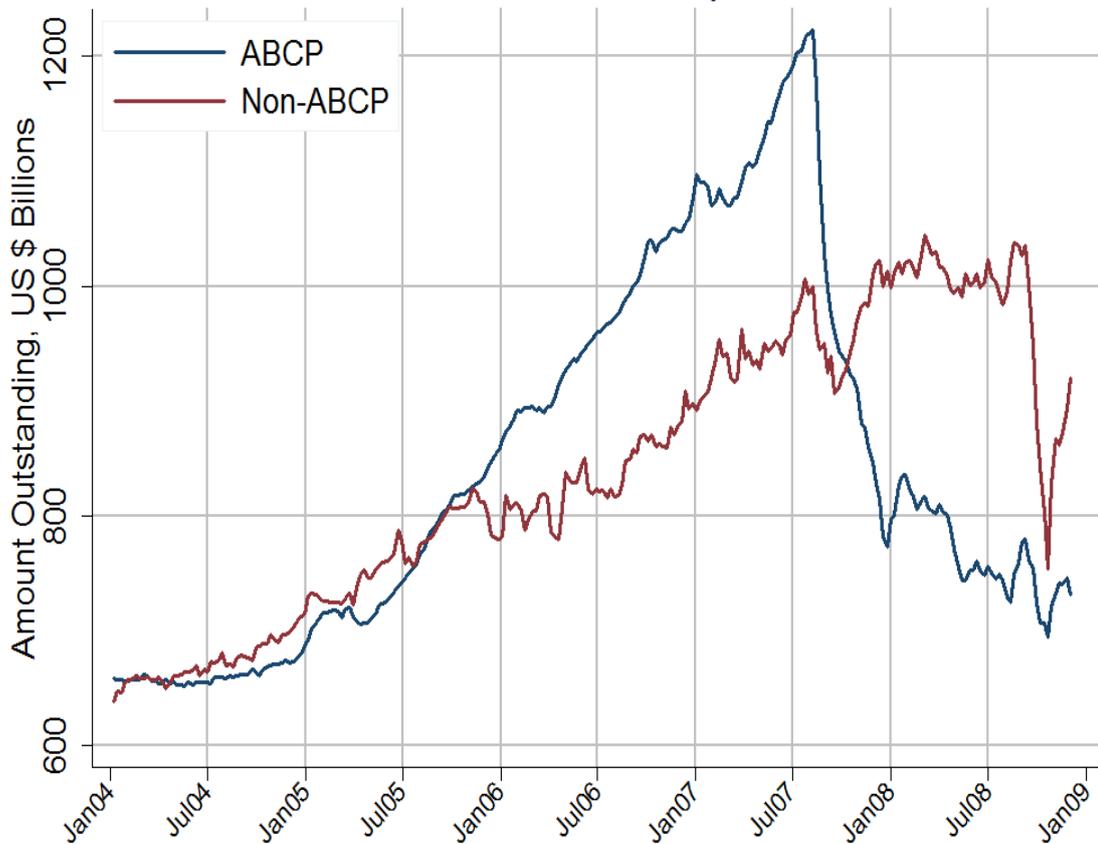
Figura 25
**U.S. and European Bank and Insurance Company Market
 Capitalization, Writedowns, and Capital Infusions**
(In billions of U.S. dollars, end of period)



Source: Bloomberg L.P.

Connessa alla crisi sui mercati monetari e creditizi vi è la caduta degli indici delle principali borse mondiali (vedi figura 15). D'altra parte, che il crollo dei mercati azionari sia principalmente dovuto ai titoli mortgage-backed lo si può dedurre anche dalla figura 26. Come dimostra questa figura, fino all'inizio di quest'anno il mercato dei commercial paper non legati ai mutui immobiliari è stato influenzato solo marginalmente dalla crisi, indicando che l'origine della crisi si concentra nel mercato dei prestiti alle famiglie.

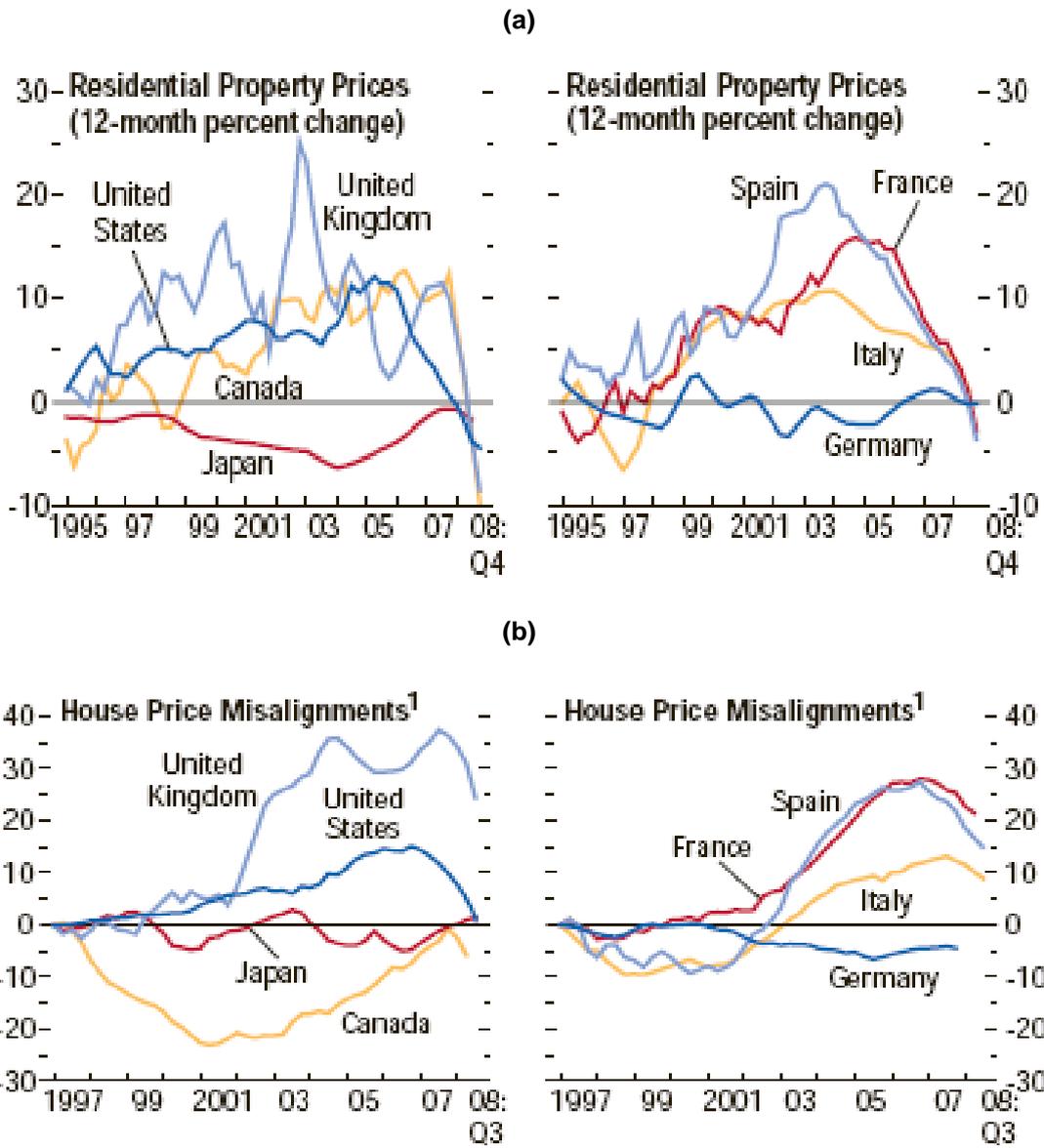
Figura 26

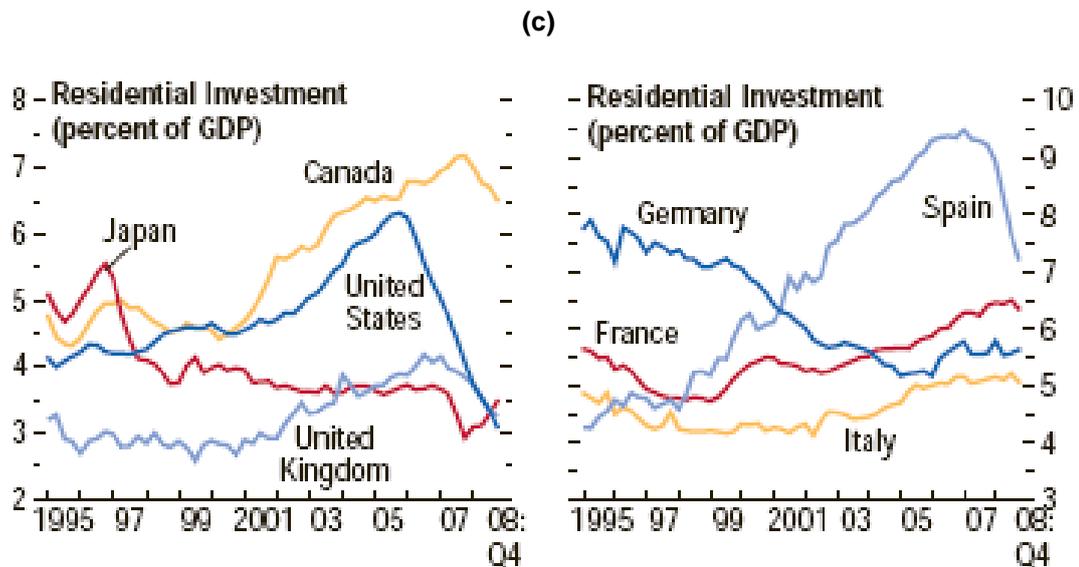
Outstanding asset-backed commercial paper and unsecured commercial paper.

Source: Federal Reserve Board.

A sua volta, il crollo dei titoli legati ai mutui immobiliari ha determinato anche il crollo dei prezzi delle case, che in pochi mesi hanno perso più del 30% del loro valore. Nonostante ciò, questi ultimi sembrano essere ancora a livelli eccessivi in diversi paesi (vedi figura 27), per cui è ragionevole attendersi un ulteriore riallineamento nei prossimi anni, con ulteriori conseguenze sulla recessione.

Figura 27: Housing Developments





Sources: Haver Analytics; Organization for Economic Cooperation and Development, *Economic Outlook*; and IMF staff calculations.

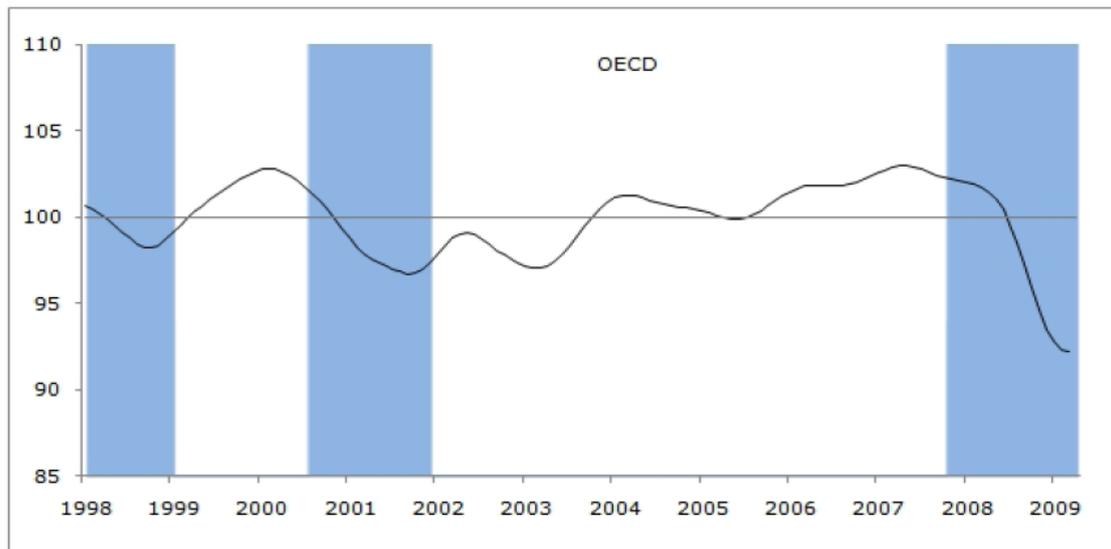
¹Estimates based on methodology described in Box 1.2 of the October 2008 *World Economic Outlook*.

Infatti, già oggi per il 20% delle famiglie il valore della casa è inferiore al valore del mutuo.

Infine, la crisi finanziaria si è estesa all'economia reale, determinando la caduta del prodotto interno lordo nei principali paesi industrializzati e un aumento della disoccupazione. Al riguardo, gli ultimi dati disponibili (vedi figura 28) mostrano come siamo nel pieno della recessione.

Figura 28

**OECD Composite Leading Indicators
Strong slowdown in the OECD area**

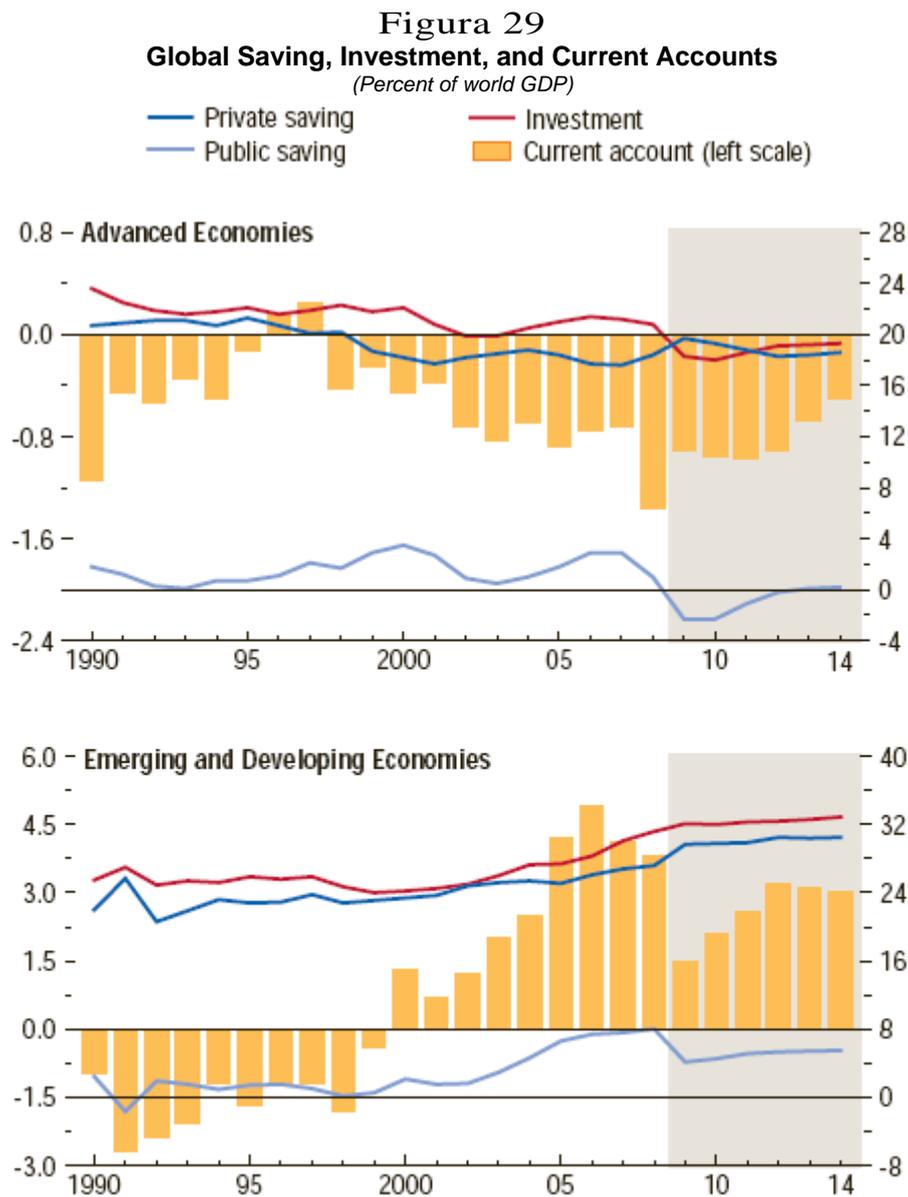


Source: OECD Composite Leading Indicators (Main Economic Indicators)

11-May-2009

Nonostante gli interventi delle Banche centrali e dei governi, con operazioni di salvataggio delle banche in difficoltà, la riduzione del tasso di sconto, l'acquisto di titoli sul mercato e gli stimoli fiscali, è ragionevole aspettarsi che il processo di deleveraging e la fase di contrazione dei prestiti rimarranno a lungo importanti cause di recessione dell'economia mondiale.

Inoltre, è possibile avanzare l'ipotesi che gli effetti della crisi saranno maggiori per quei settori (famiglie) e paesi (Stati Uniti, Gran Bretagna, alcuni paesi emergenti) che hanno raggiunto un maggior grado d'indebitamento nella fase del boom. Comunque, come il passato, anche il futuro dell'economia dipenderà in gran parte dal comportamento delle banche. A questo proposito, la figura 29 è illuminante.



Questa figura dimostra che, nella fase di boom che ha preceduto l'attuale crisi si è avuto un aumento degli investimenti nei paesi avanzati, nonostante nello stesso periodo il risparmio abbia subito una contrazione, come risultato di un trend decrescente della propensione al risparmio che dura da due decenni. In questa fase, il sostegno delle banche al settore privato è stato quindi decisivo per lo sviluppo. Le previsioni per i prossimi anni (vedi figura 29) sono di un aumento del risparmio delle famiglie per far fronte ai debiti contratti in precedenza, a cui però non corrisponderà un aumento degli investimenti. La natura e durata della ripresa nei paesi più avanzati dipenderà quindi anche in questa fase in misura rilevante

dalle condizioni e dal comportamento del sistema bancario.

Riassumendo i principali fenomeni che hanno caratterizzato l'attuale crisi finanziaria, si può affermare che, essa si è manifestata con l'insolvenza dei mutui subprime e si è diffusa ai titoli rappresentativi di essi. Ciò ha determinato un mutato atteggiamento degli operatori, che, in mercati finanziari poco trasparenti, hanno aumentato la loro avversione al rischio. In particolare, la prevalenza di aspettative pessimistiche delle banche ha contribuito alla scomparsa della liquidità sul mercato interbancario. Ne è conseguita una stretta creditizia, nonostante la politica monetaria espansiva adottata dai principali paesi industrializzati. Comunque, gli interventi pubblici hanno consentito di salvare le banche dal fallimento. Ulteriori conseguenze sono state il crollo dei prezzi delle case nei paesi industrializzati e il peggioramento della posizione delle imprese. Infine, la crisi si è estesa all'economia reale, portando alla recessione.

Conclusioni

Nella prima parte di questo lavoro abbiamo esposto le principali idee di Minsky sulle caratteristiche e il funzionamento del capitalismo. Nella seconda parte abbiamo descritto le principali determinanti ed effetti dell'attuale crisi finanziaria. Possiamo ora trarre alcune conclusioni sulla capacità della teoria di Minsky di comprendere e spiegare l'attuale crisi finanziaria.

Come si è detto, secondo Minsky la crisi finanziaria si genera nella fase di boom, quando gli operatori, presi dal clima di euforia, sono più propensi ad assumere rischi e aumentano la quota delle attività rischiose nei loro portafogli. In questa fase, le banche sono più propense a concedere prestiti e le imprese ad indebitarsi. Il credito viene endogenamente creato dalle banche e dagli altri intermediari. Ne consegue un aumento degli investimenti e un boom borsistico, alimentato anche dalla speculazione sul prezzo

dei titoli. La crisi si manifesta con l'incapacità delle imprese di restituire i prestiti. Ciò genera un aumento del grado di avversione al rischio degli operatori, il fallimento delle stesse banche e il crollo degli indici di borsa.

L'evidenza empirica dimostra che nel quinquennio precedente lo scoppio della crisi sono diminuite la propensione alla liquidità e l'avversione al rischio degli operatori. Ciò ha aumentato l'indebitamento, soprattutto di famiglie e istituzioni finanziarie. L'aumento dei prestiti è stato alimentato da una politica monetaria espansiva ma anche dalla creazione endogena di prestiti attraverso la securitization. Comunque, diversamente da quanto ipotizzato da Minsky, la componente più dinamica dei prestiti è stata quella alle famiglie non alle imprese. La concessione di prestiti, anche a clientela subprime, per l'acquisto della casa ha alimentato non solo il prezzo di queste ultime ma anche il boom borsistico prima dello scoppio della crisi, a cui si è aggiunta la speculazione sul prezzo dei titoli. Conseguentemente, lo scoppio della crisi è avvenuto a seguito dell'incapacità delle famiglie americane a basso reddito di restituire i mutui. Sebbene rimanga confermata l'ipotesi di Minsky che la crisi sia innescata da mutuatari eccessivamente indebitati che non sono in grado di restituire il prestito, diversamente da quanto sostenuto da Minsky, al centro dell'attuale crisi non vi è il comportamento delle imprese. L'insolvenza dei mutuatari, sostiene Minsky, determina perdite per le stesse banche e ciò genera un aumento dell'avversione al rischio di queste ultime e degli altri operatori. Inoltre, il fallimento delle banche in difficoltà finanziarie e il crollo degli indici di borsa sono gli ulteriori sviluppi, a cui corrisponde una riduzione nella concessione dei prestiti. Anche queste ipotesi sembrano trovare riscontro nell'attuale crisi finanziaria. L'insolvenza dei mutui subprime ha portato le banche coinvolte al fallimento e ha diffuso il panico sui mercati finanziari. Tuttavia, la crisi finanziaria non si è trasformata in fallimenti bancari solo per il tempestivo intervento dei governi e delle banche centrali dei paesi più avanzati. Comunque, queste ultime non sono state in grado d'impedire il credit crunch, nonostante abbiano

ridotto consistentemente il costo del denaro. Così, anche nella fase discendente del ciclo rimane valida l'ipotesi di Minsky, che l'offerta di moneta viene determinata endogenamente dalle banche e poco o nulla possono fare i governi per invertire il comportamento degli operatori e dei mercati.

Infine, un ulteriore insegnamento che emerge da questa crisi è il ruolo secondario avuto dalle imprese. Diversamente da quanto ipotizzato da Minsky, sono state le decisioni di famiglie e banche che hanno in gran parte determinato il livello e la composizione della produzione. D'altra parte, se rimane confermata l'intuizione principale di Minsky dell'instabilità finanziaria del capitalismo e della natura endogena del ciclo economico, nuovi interrogativi si aprono per gli economisti e i governi dei paesi avanzati.

Dato che la crisi si genera nella fase del boom, è efficiente lasciare espandere indefinitamente l'economia fino allo scoppio della crisi? Inoltre, quanto sono adeguati i tradizionali strumenti di politica monetaria e fiscale per influenzare il ciclo economico? Infine, è desiderabile considerare l'espansione del settore finanziario senza alcun legame con la crescita dell'economia reale? Questi sono solo alcuni degli interrogativi che suscita l'attuale crisi finanziaria e dalla cui risposte dipende la capacità d'impedire che una crisi analoga a quella degli anni '30 possa ripetersi.

Bigliografia

Borio, C. (2008), *The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy implications*, Bank for International Settlements, Basel.

Brunnermeier, M.K. (2008), “Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08”, NBER, Working Paper, 14612.

Clower, R.W. (1972), (a cura di), *La teoria monetaria*, Milano, F. Angeli, pp. 191-200.

Davidson, P. (1972), *Money and Real World*, London, MacMillan.

Fisher, I. (1932), *Booms and Depressions*, Pickering Masters Series, New York.

Gorton, G. B. (2008), “The panic of 2007”, NBER, Working Paper, 14358

IMF (2008), **Global Financial Stability Report**, April 2008 and October 2008.

IMF (2009), **Global Financial Stability Report**, April 2009.

IMF (2009), **World Economic Outlook**, April 2009.

Keynes, John Maynard (1971), *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino, Utet, (I ed. orig. 1936).

Minsky, Hyman (1981), *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, Torino, Boringhieri, (I ed. orig. 1975), pp. 219.

Minsky, Hyman (1985a), *Potrebbe ripetersi?*, Torino, Einaudi.

Minsky, Hyman (1985b), *L'ipotesi dell'instabilità finanziaria: i processi capitalistici e il comportamento dell'economia*, in Martinengo e Padoan, (a cura di), *Le crisi finanziarie*, Bologna, Il Mulino, p. 238.

Pontecorvo, G., Shay, R.P., and A.G. Hart (1967), (a cura di), *Issues in Banking and Monetary Analysis*, New York, Holt Rinehart and Winston.

Reinhart C. M. and K. S. Rogoff (2008.b), “Banking crises: an equal opportunity menace”, NBER, Working Paper 14587.

Reinhart C. M. and K. S. Rogoff (2009), “The aftermath of financial crises”, NBER, Working Paper 14656.

Reinhart, C.M. and K. Rogoff (2008.a): “Is the 2007 US sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison”, mimeo. NBER, Working Paper, 13761;

Shin, Hyun Song (2009), “Securitisation and Financial Stability”, *The Economic Journal*, 119, pp. 309-332.

Silipo, D. B. (1987), "La teoria dell'instabilità del capitalismo: la posizione di Hyman Minsky", *Studi economici*, pp. 119-153.

Tobin, J. (1961), "Money Capital and Other Stores of Value", *American Economic Review*, 5, pp. 26-37.

Tong H. and S-J Wei (2008), "Real effects of the subprime mortgage crisis: is it a demand or a finance shock?", NBER, Working Paper 14205.

Weintraub, S. (1977), Reviewed Work: John Maynard Keynes. By Hyman P. Minsky, *Journal of Economic Literature*, 1977, vol. 15, n. 1, pp. 92-5.