



## *Approfondimenti di Macroeconomia*

di Marco Passarella

# Hyman P. Minsky e l'Ipotesi di Instabilità Finanziaria

*Università di Bergamo (marzo 2011)*



# Hyman P. Minsky e l'ipotesi di instabilità finanziaria

## Struttura delle lezioni

### Prima parte

- Nozioni introduttive. Riferimenti teorici e profilo biografico
- Il keynesismo finanziario I. Gli aspetti 'micro' della teoria: aspettative, prezzi e investimenti
- L'ipotesi di instabilità finanziaria (FIH). Flussi di cassa e strutture debitorie nell'economia di *Wall Street*

### Seconda parte

- Il keynesismo finanziario II. Gli aspetti 'macro' della teoria: investimenti e profitti lordi
- La politica economica. La critica del *laissez faire* e i limiti dell'intervento pubblico
- *Can't 'it' happen again?* Minsky nella 'bubble economy'

### Riferimenti bibliografici obbligatori

Ferri P. (2002), *La macroeconomia di medio periodo*, Torino, Giappichelli, capp. 7-8.

# Nozioni introduttive

Riferimenti teorici e profilo biografico

## I post-keynesiani 'americani'

Gli esponenti principali di tale Scuola, oltre a Minsky, sono Paul Davidson, Alfred Eichner, Basil Moore, Joseph Steindl e Sidney Weintraub.

Rispetto alla prima generazione di post-keynesiani 'inglesi' (Richard Kahn, Nicholas Kaldor e Joan Robinson), i post-keynesiani americani:

➤ pongono maggiore attenzione al ruolo della finanza e della moneta in un contesto di incertezza

Il capitalismo moderno è un'economia monetaria in cui gli operatori agiscono sulla base di obiettivi e vincoli di natura monetaria. L'offerta di moneta è endogena, cioè è trainata dalla domanda di moneta, ed è fuori dal controllo delle autorità monetarie. Queste ultime agiscono sul tasso di interesse di riferimento (ma si noti che, secondo Minsky, anche il tasso di interesse sarebbe – almeno entro certi limiti – una variabile endogena).

## Due precursori: Irving Fisher e Michał Kalecki

### ► Irving Fisher

**La deflazione da debiti.** In una situazione di eccesso di indebitamento, uno shock dal lato dei debitori o dei creditori conduce: al tentativo di liquidazione dei debiti attraverso la svendita di attività; alla caduta del livello dei prezzi delle attività con un aumento dell'onere del debito in termini reali; alla caduta dei profitti, dunque del reddito, dell'investimento e dell'occupazione; alla caduta della fiducia e della velocità di circolazione della moneta; all'aumento del tasso di interesse reale (si ricordi che:  $r \approx i - \pi$ ).

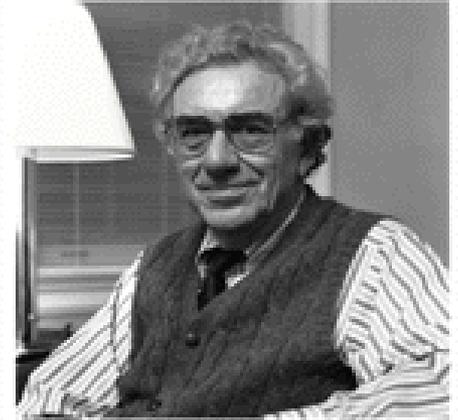
### ► Michał Kalecki

**La teoria del rischio crescente.** I capitalisti hanno un duplice incentivo ad indebitarsi, dato che: *i.* maggiori sono le risorse interne destinate ad un investimento, maggiore è l'effetto irreversibile in caso di fallimento; *ii.* quando la redditività operativa eccede il costo del finanziamento esterno, l'uso del *leverage* finanziario (per sfruttare la differenza tra i due tassi) incrementa il rendimento netto dei fondi interni. È, peraltro, il rischio crescente di fallimento che fa sì che il prezzo di domanda dei beni capitale sia decrescente (oltre una certa soglia) e che l'investimento non cresca indefinitamente.

**Il teorema dell'orcio della vedova (le equazioni macroec. del profitto):** mentre le famiglie (o salariati) spendono ciò che guadagnano, le imprese (o capitalisti) guadagnano ciò che spendono.

## Hyman P. Minsky: breve profilo biografico

Hyman P. Minsky nasce a Chicago il 23 settembre del 1919 e muore il 24 ottobre del 1996 a Rhinebeck, New York. Studia a Chicago (con Oscar Lange ed Henry Simons) dove si laurea in matematica. Nel '54 consegue master e dottorato in economia (con supervisori prima Joseph Schumpeter e poi Wassally Leontief) ad Harvard, dove lavora come assistente di Alvin Hansen. Nel 1955 passa a Berkeley, mentre nel 1965 è alla Washington University di St. Louis. Nel 1977 partecipa al lancio del *Journal of Post Keynesian Economics* e sempre in quegli anni pubblica le sue opere più famose: *John Maynard Keynes* (1975), *Can 'It' happen again?* (1982) e *Stabilizing an Unstable Economy* (1986).



# Hyman P. Minsky: la teoria

- **Scopo:** la costruzione di una teoria dell'instabilità finanziaria che muove dalle riflessioni di Keynes in tema di moneta, investimenti ed aspettative, in un contesto di incertezza fondamentale. Tre sono, dunque, i temi affrontati:
  - i.* una rilettura della teoria del ciclo di Keynes in chiave 'finanziaria'
  - ii.* la formulazione della c.d. *Financial Instability Hypothesis* (FIH)
  - iii.* la tesi secondo cui l'intervento delle autorità economiche può attutire la crisi
  
- **Visione dell'economia:** interpretazione della dinamica economica fondata sull'analisi delle 'posizioni' finanziarie di unità assimilabili, per comportamento, agli uomini d'affari di *Wall Street*. Esiste un sistema finanziario stratificato (interconnessione dei bilanci) nel quale i debiti di una unità si riflettono nei crediti dell'altra. Lo scopo non è la produzione di un *output* fisico, ma l'accumulazione di ricchezza monetaria attuata mediante attività 'speculative', ossia mediante la creazione di posizioni (o attività) finanziate con capitale proprio e debiti. In un mondo caratterizzato da imperfezioni, la creazione di ricchezza dipende non solo dalla capacità di generare un reddito operativo, ma anche e soprattutto dalla capacità finanziaria. L'equilibrio dipende dal valore delle variabili monetarie e dal percorso storico dell'economia.

# Finanza e moneta

Il capitalismo non è semplicemente un processo di produzione di merci a mezzo di merci (secondo la definizione di Sraffa); né un meccanismo impersonale e sincronico di organizzazione degli scambi sui mercati dei beni (visione neoclassica); esso è, piuttosto, un **processo di generazione di (più) moneta a mezzo di moneta**.

La moneta (credito) è un **mezzo di finanziamento (*finance*)**, oltre che un mezzo di scambio e una riserva di valore. L'accesso al finanziamento (bancario) dipende dai margini di sicurezza dell'unità (ossia dalle 'quasi-rendite', dai margini di liquidità, ecc.)

Il potenziale di credito delle banche non è fissato deterministicamente dalla base monetaria. L'offerta di moneta (in senso lato) è funzione dell'interazione di imprese, banche, salariati e mercati finanziari. **La moneta ha natura strettamente endogena**: è un tipo di "obbligazione" che compare sul mercato mano a mano che vengono finanziati gli investimenti o la produzione corrente.

Allorché la domanda di moneta preme sull'offerta, non solo aumenta la velocità di circolazione della moneta, ma si moltiplicano le **innovazioni finanziarie** (quasi-moneta). Si noti anche che le banche, per Minsky, hanno la funzione di selezionare i progetti delle imprese meritevoli di finanziamento (funzione oggi delegata alle agenzie di *rating*).

## Finanza e moneta

L'offerta di moneta dipende dalla domanda, ma non è illimitata. Essa è funzione diretta e crescente del tasso di interesse, ma si sposta *verso destra* quando la congiuntura o le autorità inducono banche e intermediari a creare nuovi strumenti (l'offerta di moneta diviene temporaneamente infinitamente elastica).

Così se la Banca Centrale, nel corso di una fase di boom economico, adotta una politica monetaria restrittiva (aumento dei tassi), le banche ordinarie (che vedono aumentare il costo-opportunità delle riserve) e gli altri intermediari finanziari creano nuovi strumenti finanziari (meno liquidi e più onerosi). È questa emissione di **quasi-moneta** che fa sì che nelle fasi di boom la quantità di moneta in circolazione lieviti.

La definizione stessa di ciò che viene considerato 'moneta' varia nel corso del ciclo economico e dipende dalla convalida delle autorità monetarie. Queste ultime possono ripristinare un reale controllo sugli aggregati monetari solo in prossimità del punto di svolta superiore (e quindi col rischio di scatenare una crisi).

## Il keynesismo finanziario (I)

Gli aspetti 'micro' della teoria: aspettative, prezzi e investimenti

## La teoria dei due prezzi (dei *capital asset*)

Minsky coniuga la teoria del ciclo economico basata sull'andamento degli investimenti di Keynes (*GT*, 1936) con una **teoria finanziaria dell'investimento** (\*). Da una prospettiva *microeconomica* è necessario considerare, non l'efficienza marginale del capitale e il tasso di rendimento di un generico titolo, ma il prezzo dei *capital asset* (da intendersi sia come beni capitale, sia come titoli rappresentativi di beni capitale) quale variabile chiave dell'investimento. Tale prezzo incorpora le mutevoli aspettative di profitto delle imprese che rendono l'investimento una componente della domanda estremamente instabile. Si tratta allora di distinguere:

- **Il prezzo di domanda dei beni capitale** ( $p_k$ ): prezzo massimo che l'impresa investitrice è disposta a pagare, pari al valore attuale atteso dei flussi di cassa netti generati dall'investimento (riflesso nel corso dei titoli azionari)
- **Il prezzo di offerta dei beni capitale** ( $p_i$ ): calcolato secondo la regola del costo pieno (ossia il costo di produzione del bene capitale maggiorato di un *mark-up*).

(\*) Si noti che per 'investimento' si intenderà, d'ora in poi, l'acquisto di nuovi beni capitale (p. es. macchinari).

## La teoria dei due prezzi (dei *capital asset*)

Su questa base diviene possibile distinguere:

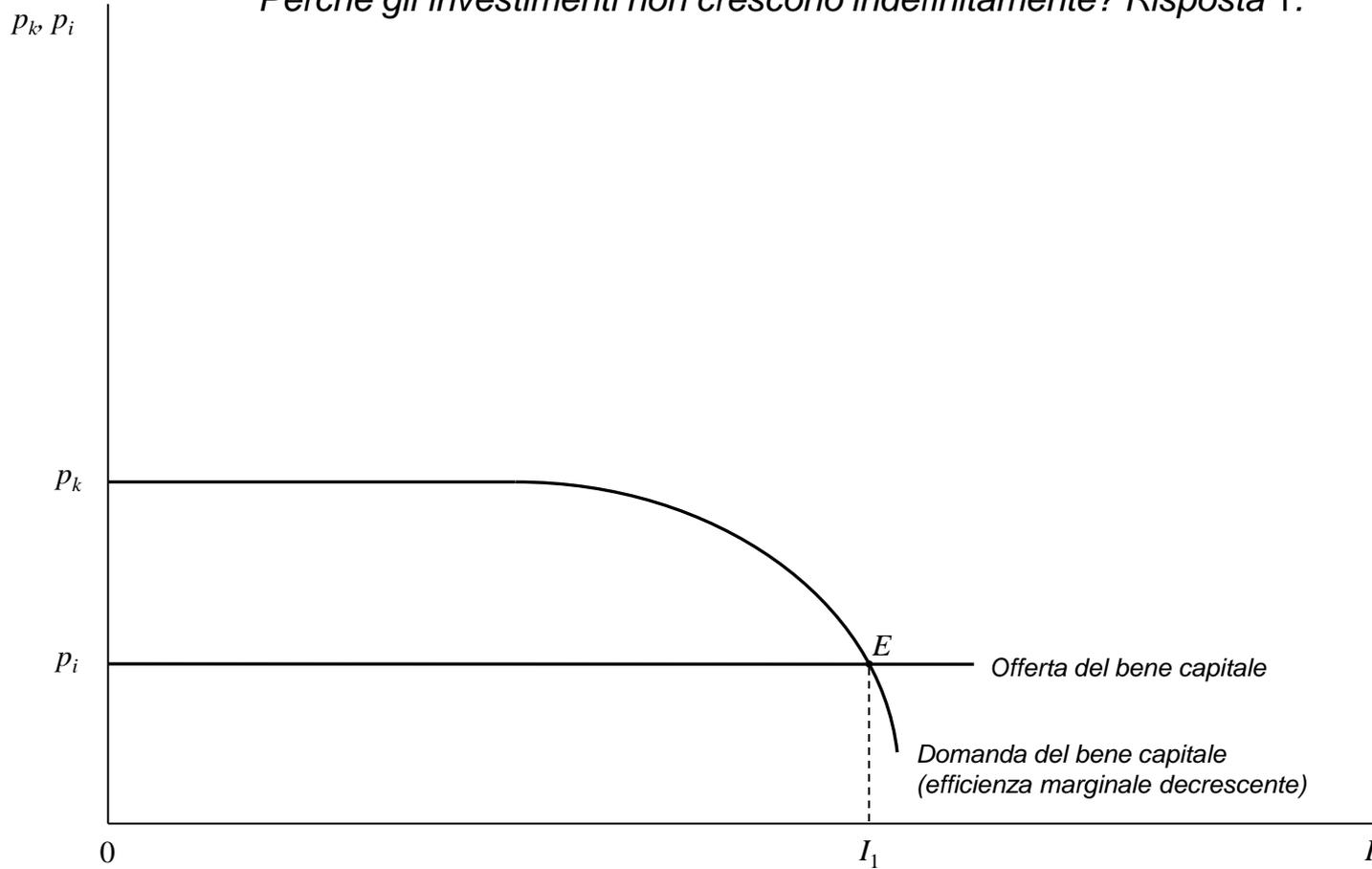
- la curva di domanda di un bene capitale, che dipende dal rendimento atteso nel lungo periodo dal bene capitale (positiv.) e dall'offerta di moneta (positiv.) – oltre che, come vedremo, dal rischio del debitore (negativ.).
- la curva di offerta di un bene capitale, che dipende, dal costo di produzione (positiv.) e dalle aspettative di profitto di breve termine del produttore (positiv.) – oltre che, come vedremo, dal rischio del creditore (positiv.).

Naturalmente, le imprese investono se  $p_k \geq p_i$ . In particolare, l'investimento cresce fino a che  $p_k = p_i$ , in corrispondenza del quale si ha:  $I = I_1$ , dove  $I_1$  è il livello di investimento prescelto.

Ma perché gli investimenti non possono crescere indefinitamente? Due risposte:

- efficienza marginale del capitale decrescente (Keynes nella *GT*)
- rischi crescenti (Minsky, sulla scia di Kalecki e dello stesso Keynes)

*Perché gli investimenti non crescono indefinitamente? Risposta 1.*



**Figura 1.** La determinazione del livello (reale) dell'investimento in assenza di rischi (TG di Keynes).

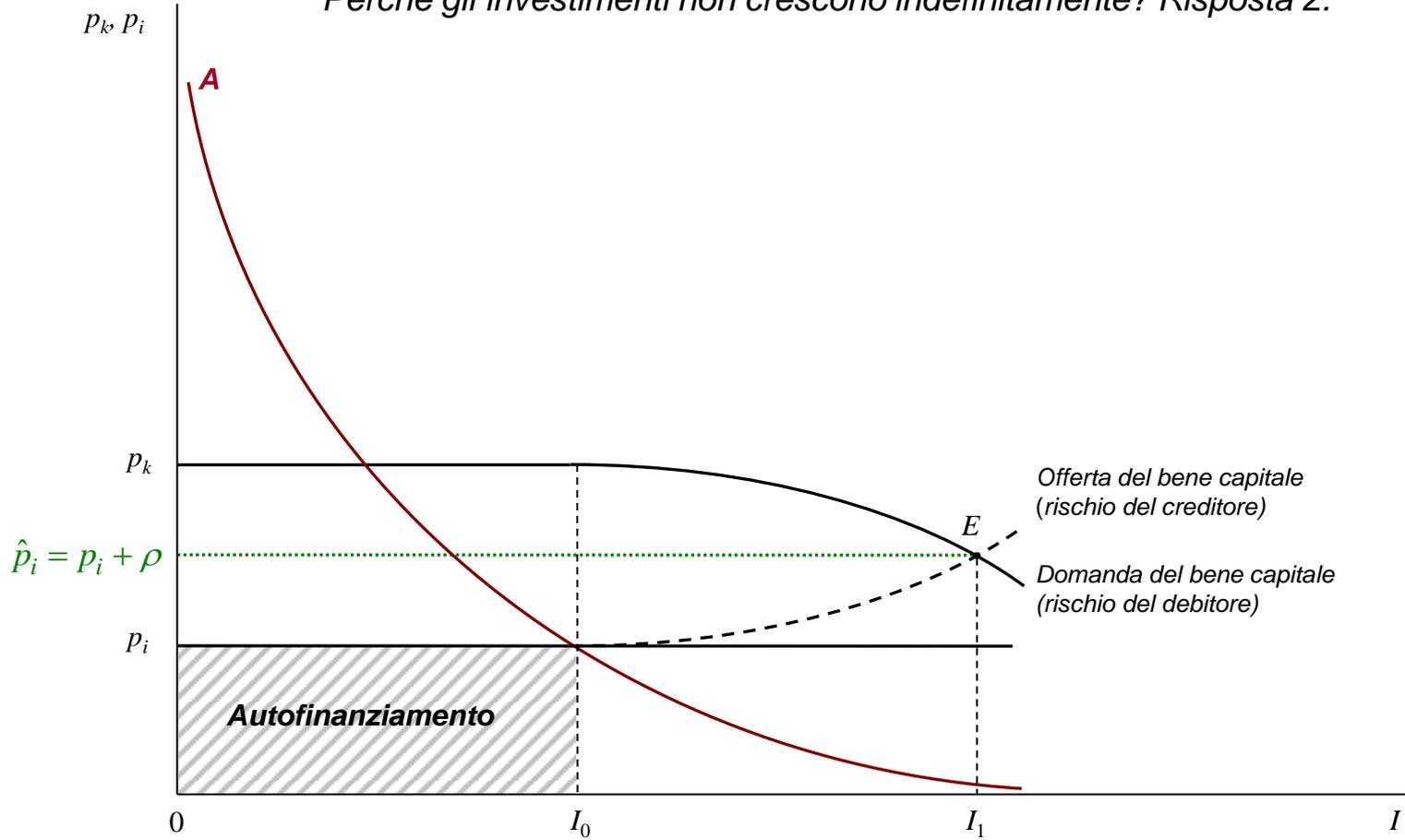
# L'autofinanziamento dell'impresa e i rischi legati all'investimento

La capacità di autofinanziamento dell'impresa viene rappresentata da un'iperbole equilatera (che è *data*, a livello 'micro'):  $A = p_i I_0$ . Dati il prezzo (unitario) di offerta dei beni capitali,  $p_i$ , e l'ammontare di risorse interne disponibili per l'autofinanziamento,  $A$ , oltre un certo livello,  $I = I_0$ , è necessario ricorrere al finanziamento esterno (Fig. 2).

Ne deriva che, oltre il livello,  $I_0$ , la forma delle curve di domanda e di offerta si modifica a causa dell'insorgere del rischio del debitore e del rischio del creditore (entrambi crescenti al crescere di  $I$ ):

- **rischio del debitore:** rischio *soggettivo* legato alla circostanza che un aumento della quota di investimento finanziato con risorse esterne riduce il margine di garanzia (scarsa liquidità e/o liquidabilità), ovvero riduce la diversificazione di portafoglio dell'investitore. Perciò, oltre la soglia di autofinanziamento, il prezzo di domanda  $p_k$  si riduce al crescere dell'investimento.
- **rischio del creditore:** anch'esso *soggettivo*, si *oggettivizza* nei contratti di credito in forma di interessi passivi e altri oneri bancari crescenti. Nel prezzo effettivo di offerta del bene capitale va dunque incluso anche il costo (crescente) del finanziamento esterno.

Perché gli investimenti non crescono indefinitamente? Risposta 2.



**Figura 2.** La determinazione del livello (reale) dell'investimento in presenza di rischi.

# Le determinanti dell'investimento della singola impresa

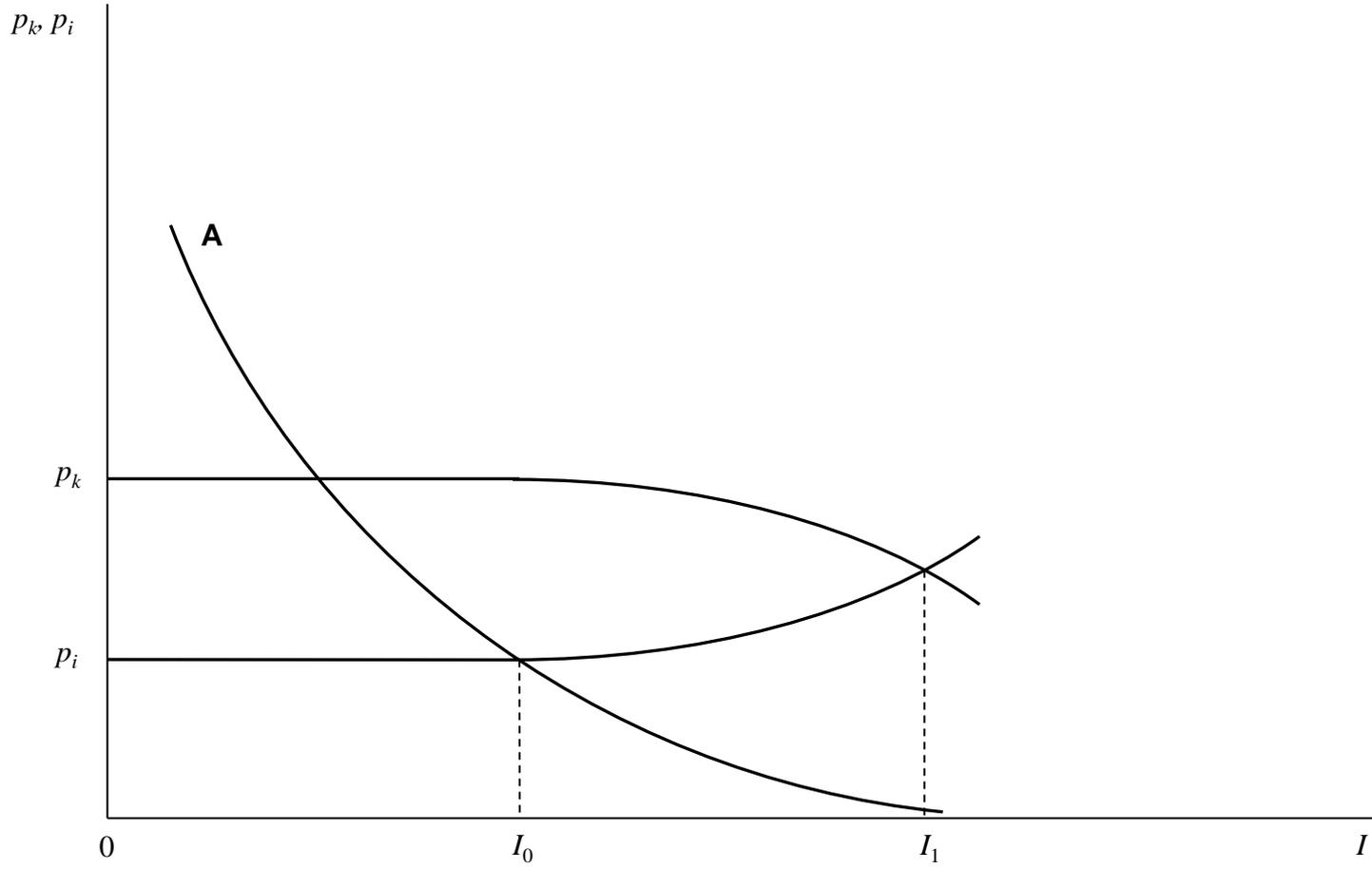
Il livello prescelto dell'investimento effettuato dall'impresa dipenderà dunque da:

- **Le aspettative di profitto dell'impresa-investitrice (acquirente di beni capitale)**, e cioè dalle 'quasi-rendite' (profitti attesi), che agiscono sulla posizione della curva di domanda dei bene capitale.
- **I costi di produzione e il mark-up del produttore di beni capitale**, che agiscono sulla posizione della curva di offerta dei bene capitale.
- **Il rischi (percepiti) del debitore e del creditore**, che agiscono, rispettivamente, sulle due curve di domanda e di offerta (per  $I > I_0$ ). Più sono elevati, minore è l'investimento (*ceteris paribus*).
- **Il leverage ratio (ossia il rapporto tra debito e capitale proprio) ereditato dal passato**, che influisce sull'autofinanziamento disponibile per nuovi investimenti.

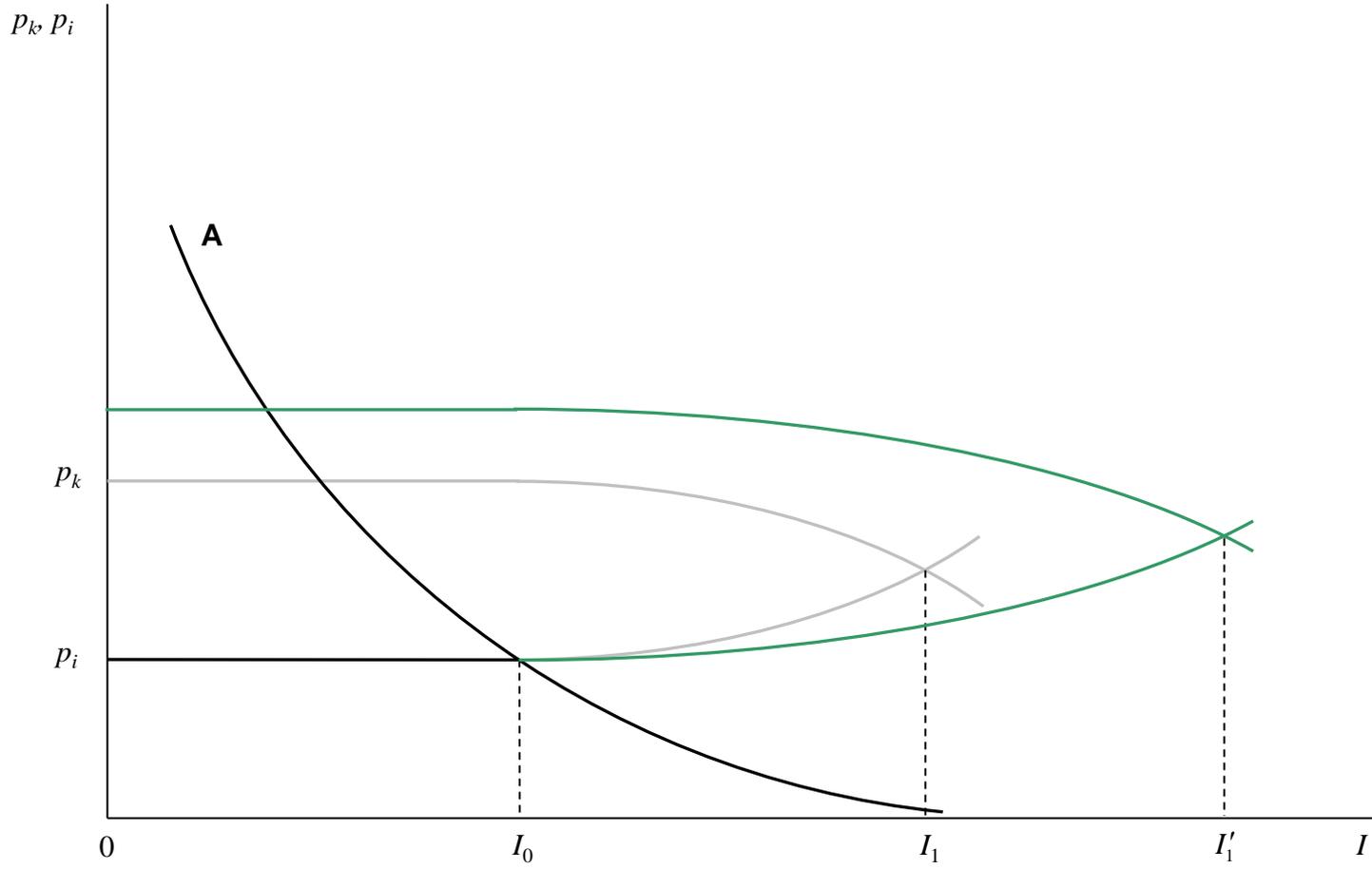
# Il ciclo economico da una prospettiva “micro”

Osserviamo come le due curve di domanda e di offerta si comportano nelle diverse fasi del ciclo:

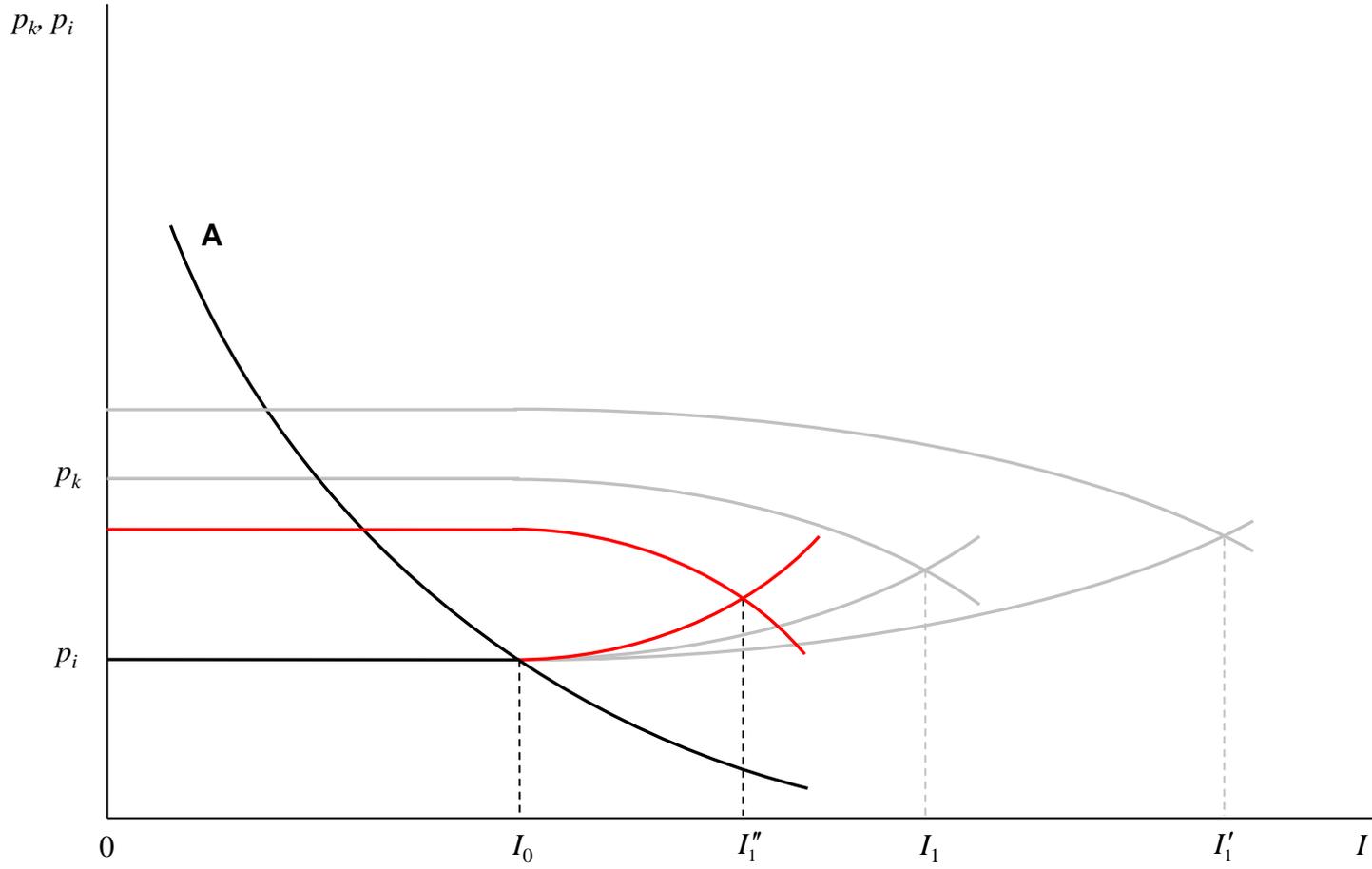
- **Fase di crescita:** aspettative di profitto ottimistiche e riduzione del rischio percepito ▶ aumento della domanda di nuovi beni capitali e spostamento verso il basso della curva di offerta ▶ moltiplicazione dei finanziamenti, riduzione del tasso di interesse e crescita dell'indebitamento ▶ crescita degli investimenti e boom economico (Fig. 4).
- **Fase di recessione:** aspettative di profitto pessimistiche e aumento del rischio percepito ▶ riduzione dei finanziamenti e/o aumento del tasso di interesse ▶ riduzione degli investimenti e recessione economica (Fig. 5).



**Figura 3.** Gli investimenti ed il ciclo: la fase di avvio



**Figura 4.** Gli investimenti ed il ciclo: la fase di boom



**Figura 5.** Gli investimenti ed il ciclo: la fase di recessione

# L'ipotesi di instabilità finanziaria (FIH)

Flussi di cassa e strutture debitorie nell'economia di *Wall Street*

# Tassonomia dei flussi di cassa

Tutte le attività, reali (beni capitale) e finanziarie (titoli), vengono acquistate dalle imprese mediante una combinazione di capitale proprio e di debiti a breve e a medio-lungo termine. I debiti implicano il sostenimento di oneri per il rimborso di capitale ed interessi, generando periodici flussi di cassa in uscita. D'altra parte, le attività danno luogo a flussi di cassa (attesi) in entrata. Si noti che i profitti correnti non solo permettono di far fronte agli impegni di pagamento, ma sono un segnale circa i profitti futuri e per questo consentono un maggiore indebitamento.

Si possono distinguere tre tipi di flussi di cassa:

- **di reddito**                      derivanti dall'attività produttiva o dall'investimento (salari, stipendi e profitti)
- **di bilancio**                      derivanti dalla struttura del passivo (pagamenti degli interessi e delle quota capitale)
- **di portafoglio**                      derivanti dalle transazioni di attività reali e finanziarie (compravendita di attività o emissione di nuove passività)

È il peso relativo di questi flussi di cassa a determinare il grado di esposizione del sistema alle crisi finanziarie. In particolare, l'instabilità finanziaria deriva dalla diffusione della pratica di finanziare le attività a lungo termine mediante la sottoscrizione di passività a breve termine (il c.d. 'rifi naziamento delle posizioni') o mediante la vendita di altre attività.

# Tassonomia delle strutture finanziarie

Le imprese (e le altre 'unità' economiche) sono caratterizzate da una diversa 'struttura finanziaria'. In base al rapporto tra flussi di cassa attesi in entrata ed impegni di pagamento, si distinguono le unità coperte, da quelle speculative e ultraspeculative.

➤ **Unità con finanza coperta.** Tali unità sono caratterizzate in ogni periodo da un'eccedenza delle 'quasi-rendite' (flussi di cassa di reddito attesi, al netto delle spese correnti) sugli impegni di pagamento legati al debito (interessi più quota capitale). Il valore attuale dell'attività è sempre non-negativo, anche in presenza di un aumento del tasso di interesse. Tali unità sono esposte unicamente al *rischio economico*, non al *rischio finanziario*. Nel tempo il debito si riduce progressivamente, mentre aumentano sia il capitale proprio sia la liquidità detenuta per scopi precauzionali.

➤ **Unità con finanza speculativa.** In alcuni periodi le quasi-rendite *non* coprono le uscite correnti legate al debito, benché siano sempre sufficienti a coprire la quota interessi. In alcuni periodi tali imprese dovranno ricorrere al rifinanziamento del debito, esponendosi ai rialzi dei tassi di interesse (*rischio finanziario*). Per un certo insieme di tassi il valore attuale dell'attività è positivo, ma un aumento dei tassi può compromettere la redditività fino trasformare i profitti attesi in perdite.

➤ **Unità con finanza 'Ponzi'.** I flussi di cassa di reddito non coprono nemmeno le uscite per interessi. L'unità scommette su una variazione in senso favorevole delle condizioni di mercato e/o su un profitto finale eccezionale che consenta di compensare le perdite accumulate inizialmente. Il rifinanziamento deve coprire sia la quota interessi che la quota capitale. È il caso tipico di chi specula in borsa 'al rialzo'. L'unità vede crescere il proprio debito nel tempo fino alla (eventuale) realizzazione del profitto finale, che dovrebbe rovesciare il segno del v.a. atteso dell'investimento.

# Rischio economico e rischio finanziario

Riassumendo, il **rischio economico** è legato alla possibilità che le aspettative di profitto delle imprese vengano disattese a causa di un mutamento imprevisto delle condizioni del mercato dei beni (caduta della domanda, rialzo dei costi, ecc.). Il **rischio finanziario** è, invece, legato alla possibilità di un peggioramento imprevisto delle condizioni del mercato finanziario (aumento del tasso di interesse, razionamento del credito, crisi finanziaria, ecc.).

➤ Unità con finanza coperta

*solo rischio economico*

➤ Unità con finanza speculativa

➤ Unità con finanza 'Ponzi'

} *anche rischio finanziario, oltre al rischio economico*

Il sistema economico è tanto più fragile (o tanto meno solido) quanto più le strutture speculative e 'Ponzi' sono diffuse rispetto a quella coperta. Tanto più un sistema è popolato da unità del secondo e terzo tipo quanto più la probabilità che cambiamenti anche di piccola entità nei flussi di cassa o nelle condizioni dei mercati finanziari sfocino nell'instabilità finanziaria è elevata.

## Robustezza e fragilità del sistema economico

L'idea centrale dell'ipotesi di instabilità finanziaria è che un sistema robusto possa trasformarsi in un sistema fragile a causa di cambiamenti endogeni nei flussi di cassa. **La stabilità è destabilizzante**: è nei periodi di crescita equilibrata che vengono poste le premesse per la crisi finanziaria successiva.

➤ Se l'economia è composta in prevalenza da **unità con finanza coperta** e i margini di sicurezza sui flussi di cassa attesi sono robusti, la crisi finanziaria può derivare (come *conseguenza*) solo da una inattesa caduta del reddito. Tuttavia, è la stessa stabilità a spingere le unità (famiglie, imprese, banche e altri operatori finanziari) a comportarsi in modo via via meno cauto.

➤ Un sistema finanziario popolato da **unità speculative** è esposto al rischio di crisi finanziarie, dato che piccole variazioni sui mercati finanziari hanno notevoli ripercussioni sulle variabili reali. In questo caso, un **aumento dei tassi** produce i seguenti effetti:

- i.* impossibilità di rifinanziamento per le unità speculative, che devono vendere le proprie attività;
- ii.* caduta dei prezzi, ma anche del reddito e dei flussi monetari attesi e realizzati da *ogni* unità;
- iii.* aumento dell'indebitamento (anche le unità coperte assumono una struttura speculativa).

Si noti che, nel prendere le decisioni, le unità si affidano per lo più ad una **visione convenzionale**, ossia condividono le stesse aspettative (né adattive, né razionali). Per questo l'euforia o il panico si diffondono rapidamente nel sistema tramite i mercati finanziari.

# Strutture debitorie e ciclo economico

Consideriamo un periodo di crescita che segue una fase di depressione:

- reddito, occupazione, prezzi, salari e profitti sono ancora bassi
- il sistema è dominato da unità con strutture finanziarie coperte
- i tassi a breve sono bassi e comunque più bassi dei tassi a lungo termine
- la preferenza per la liquidità è calante
- la visione convenzionale è cautamente ottimistica

Mano a mano che la crescita procede e l'ottimismo si diffonde, emergono due peculiari possibilità di profitto per le imprese (e le altre unità):

- finanziare l'investimento in beni capitale ricorrendo al debito (a breve scadenza);
- finanziare posizioni in attività finanziarie a lunga scadenza attraverso il debito (a breve scadenza).

Si noti che banche e gli altri operatori finanziari – che sono unità *profit-seeking* – hanno convenienza a fornire i fondi richiesti, anche attraverso la creazione di nuovi strumenti finanziari.

## La crescita e il punto di svolta superiore

Il miglioramento delle aspettative, la riduzione della preferenza per la liquidità e dei margini di sicurezza, unite all'espansione della quasi-moneta, producono un aumento della domanda e (tendenzialmente) del prezzo dei beni capitali. L'aumento degli investimenti stimola la produzione e sostiene i profitti, che costituiscono un segnale importante anche per i creditori. L'ottimismo si diffonde e cresce ulteriormente il ricorso al debito.

I bassi tassi di interesse rendono conveniente lo sfruttamento del *leverage* finanziario (rapporto debito / capitale proprio), con un incremento della fragilità delle unità e del sistema. Tuttavia, fino a che le aspettative euforiche si auto-realizzano, non c'è modo di arrestare la crescita della fragilità finanziaria.

Se il processo di investimento non implicasse un **ritardo temporale**, una volta che le aspettative non fossero più sostenute dalle condizioni reali il sistema potrebbe forse convergere verso uno *stato stazionario*. Ma la presenza di un ritardo temporale fa sì che allorché appare chiaro che i rendimenti attesi sono stati sopravvalutati, gli impegni di pagamento sono già stati presi, sicché le unità devono affrontare un problema di liquidità.

Il necessario rifinanziamento comporta, prima o poi, un rialzo dei tassi (anche la banche sono indebitate) che riduce il valore attuale degli investimenti. Se ciò si traduce in una riduzione dei margini di sicurezza delle unità, il credito viene razionato. È questo il **punto di svolta superiore** del ciclo. Per evitare la bancarotta, le unità indebitate vendono le attività a prezzi calanti (**deflazione da debiti**), con un'ulteriore perdita di liquidità e una rivalutazione del debito in termini reali. Segue una caduta degli investimenti, della domanda e dei profitti, trascinati al ribasso da aspettative pessimistiche.

## La depressione e il punto di svolta inferiore

Nel corso della crisi, le attività speculative avviate nella fase di boom sono le prime a crollare, ma con ripercussioni anche su quelle inizialmente più solide, a causa della interconnessione dei bilanci (rapporti di credito/debito).

Aumenta il numero dei fallimenti e la deflazione dei prezzi delle attività prosegue fino a che le unità Ponzi e la maggior parte delle unità speculative escono dal mercato. La preferenza per la liquidità è massima, l'investimento si blocca, il reddito, i profitti e il valore delle attività crollano, la disoccupazione sale.

La crisi ha anche, teoricamente, un aspetto positivo: essa riduce la fragilità finanziaria del sistema, condizione endogena della successiva ripresa (ossia per il raggiungimento del **punto di svolta inferiore**). Ma, avverte Minsky, la strada che conduce alla ripresa *può passare per l'inferno*. Se la moneta è endogena e le aspettative volgono al peggio, non opera alcun *effetto ricchezza* (inteso come aumento del valore reale dei saldi di cassa, in seguito alla caduta dei prezzi).

La gravità e la durata della crisi dipenderanno dal comportamento delle autorità economiche, le quali sono sempre in grado di evitare o di attutire la crisi. Il prezzo da pagare è l'aumento del rischio sistematico e dell'instabilità strutturale del sistema, e dunque della frequenza delle crisi.

## Il keynesismo finanziario (II)

Gli aspetti 'macro' della teoria: investimenti e profitti lordi

## Il paradosso della tranquillità: la stabilità è destabilizzante

Fino ad ora abbiamo considerato al **singola impresa rappresentativa** (in qualità di impresa investitrice, ossia di acquirente di beni capitali). Al riguardo Minsky assume che:

- 1) la crescita dell'investimento comporti rischi crescenti;
- 2) tali rischi pongano un limite superiore all'investimento stesso;
- 3) in ogni periodo l'ammontare di fondi interni (autofinanziamento) sia dato.

Per Minsky, nel corso delle fasi di crescita economica, l'aumento degli investimenti finanziati a debito comporta un *leverage ratio* crescente per l'impresa. Ciò la rende estremamente vulnerabile ad eventuali variazioni dei tassi di interesse (e/o dei profitti realizzati). Detto diversamente, è nelle fasi di crescita che si pongono le premesse per la successiva inversione del ciclo, le cui cause ultime vanno ricercate nell'eccessiva esposizione debitoria delle imprese (**paradosso della tranquillità**).

Ma è davvero possibile estendere tali considerazioni dalla singola impresa (piano micro-economico o individuale) all'insieme delle imprese (piano macro-economico o sistemico)?

## Le equazioni macroeconomiche del profitto

Sulla scia di Kalecki (1971), l'origine macroeconomica dei profitti (lordi) delle imprese viene ricondotta da Minsky alle **componenti autonome** della domanda aggregata, ossia alla spesa per investimenti. Si consideri un'economia chiusa agli scambi con l'estero e senza settore pubblico, in cui si producono solo due beni: beni di capitali ( $I$ ) e beni consumo ( $C$ ). Il valore monetario della produzione (determinato dalla domanda) è pari a:

$$Y = C + I$$

Ma il valore monetario della produzione è pari, per definizione, alla somma dei redditi distribuiti (salari  $W$  e profitti  $P$ ), per cui:

$$Y = W + P$$

Da cui segue che:

$$W + P = C + I$$

## Le equazioni macroeconomiche del profitto

Sotto l'ipotesi 'classica' (ossia assumendo che i salariati non risparmino e che gli imprenditori non consumino, da cui:  $C = W$ ), si ottiene:

$$P = I$$

I profitti realizzati dal macrosettore delle imprese sono identicamente uguali al valore complessivo della produzione di beni capitali e dunque alla spesa totale per investimenti.

È questa una possibile formulazione del *Teorema dell'orcio della vedova* di Kalecki, secondo cui, **mentre i salariati spendono ciò che guadagnano, gli i capitalisti guadagnano ciò che spendono** (per investimenti in beni capitale, in questo caso semplificato). La curva dell'autofinanziamento, assunta come data a livello 'micro', è, in realtà, una funzione degli investimenti aggregati, da cui dipendono i profitti lordi delle imprese e dunque le risorse interne disponibili per nuovi investimenti.

L'analisi precedente viene così completata:

- a livello **MICROECONOMICO** l'investimento effettuato dalla singola impresa dipende dalle sue *aspettative di profitto* (e dal tasso di interesse)
- a livello **MACROECONOMICO** i *profitti realizzati* dipendono dagli investimenti effettuati dalle imprese nel loro insieme

## Il deficit pubblico e la bilancia commerciale

Infine, considerando i risparmi dei lavoratori, il consumo dei percettori di profitto, l'intervento dello Stato e la bilancia commerciale, si ottiene un quadro più completo:

$$P = I + C_k - (1 - c_w)wN + \underbrace{(G - T)}_{>0} + \underbrace{(X - Q)}_{>0}$$

Il consumo dei percettori di profitto ( $C_k$ ), le esportazioni nette ( $X - Q$ ) e la spesa pubblica in disavanzo ( $G - T$ ) esercitano un effetto espansivo sui profitti lordi delle imprese. Al contrario, il risparmio dei salariati ( $(1 - s_w)wN$ ) esercita un effetto depressivo sui profitti.

Ne deriva che le politiche fiscali espansive (e gli avanzi della bilancia commerciale) non soltanto sostengono la domanda aggregata, ma alimentano i profitti lordi delle imprese, consentendo a queste ultime di far fronte agli impegni di pagamento assunti.

Il contrario vale per le politiche fiscali restrittive (o per il disavanzo della bilancia commerciale),  $G - T < 0$  (e  $E - Q < 0$ ), che aggravano la struttura debitoria delle imprese.

## Il paradosso del debito

**Paradosso:** se  $P = I$ , allora un aumento degli investimenti a debito (cioè finanziati con prestiti bancari) realizzati da alcune imprese non può che tradursi in un pari aumento dei profitti realizzati da altre imprese (in forma di depositi bancari) lasciando immutato il rapporto tra debito complessivo e fondi interni (potenzialmente) disponibili per l'autofinanziamento. Infatti:

$$\text{Leverage ratio marg. (per l'insieme delle imprese): } \lambda = \frac{\Delta L}{\Delta L + \theta P} = \frac{\Delta L}{\Delta L + \theta \Delta D} = \frac{\Delta L}{\Delta L + \theta \Delta L} = (1 + \theta)^{-1} \text{ sempre!}$$

dove  $\Delta L$  è l'ammontare di nuovi prestiti bancari,  $\theta$  è la quota di profitti lordi accantonati a riserva (ossia non distribuiti come dividendi agli azionisti o pagati come interessi alle banche),  $P$  indica i profitti lordi e  $\Delta D$  è l'ammontare dei nuovi depositi (ricevuti dalle imprese produttrici di beni capitale) nell'ipotesi che l'investimento aggregato sia realizzato interamente a debito.

Se le cose stanno così, l'ipotesi di instabilità finanziaria di Minsky incappa in un problema di **fallacia della composizione: le conclusioni valide per la singola impresa non sono immediatamente estendibili al settore delle imprese nel suo insieme!** Più le imprese investono (anche ricorrendo al debito) e maggiori saranno i fondi interni disponibili per l'autofinanziamento!

Ma allora è ancora possibile affermare che la stabilità è destabilizzante? E che tale processo ha natura *endogena*?

# Una risistemazione dell'ipotesi di instabilità finanziaria

La risposta alla domanda precedente è positiva. Per capire 'perché' è necessario considerare:

- **L'interconnessione dei bilanci:** se è vero che il *leverage ratio* per l'insieme delle imprese rimane tendenzialmente invariato, è altresì vero che la fragilità finanziaria di alcune imprese può comunque trasferirsi alle altre per via dei rapporti di credito/debito reciproci.
- **Il *mismatching* del debito:** nel corso delle fasi di crescita, in presenza di uno scarto positivo tra tassi di interesse a lungo e a breve termine (\*), le unità tendono via via a finanziare gli investimenti (attività a lunga scadenza) mediante passività (cioè debiti) a breve termine. Esse devono perciò rifinanziare il debito, esponendosi così ad eventuali rialzi del tasso di interesse.

(\* *In presenza, cioè, di una curva dei rendimenti (o struttura a termine dei tassi) crescente (cfr. Blanchard, II, Cap. 2)*

## Il *mis-matching ratio*

Il principale fattore di fragilità finanziaria è dato dalla pratica di (ri)finanziare gli investimenti con debiti a breve scadenza. Tale fattore può essere misurato mediante un **indice di *mis-matching***, pari alla differenza relativa tra la durata del fabbisogno finanziario connesso all'investimento ( $t_K$ ) e la durata del debito contratto a tal fine ( $t_D$ ). In formule:

$$\tau = \frac{t_K - t_D}{t_K} = 1 - \frac{t_D}{t_K} \quad \text{con } 0 < t_D \leq t_K \text{ e } 0 \leq \tau < 1$$

quanto maggiore è tale indice, tanto più l'impresa si troverà esposta alle variazioni del tasso di interesse, data la leva finanziaria.

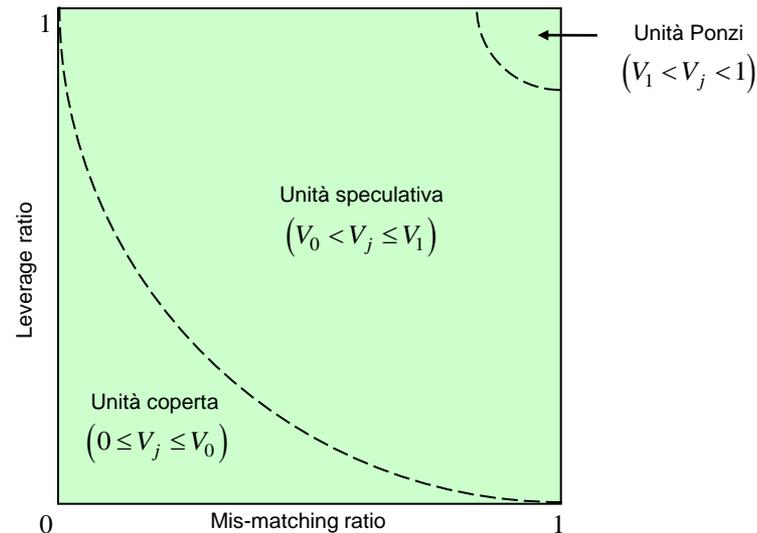
È possibile definire un **indice di vulnerabilità finanziaria** (Corbisiero 1998) come prodotto tra l'indice di *leverage* ( $\lambda$ ) e quello di *mis-matching* ( $\tau$ ):

$$V = \lambda \cdot \tau$$

L'indice di vulnerabilità è nullo quando la durata del prestito bancario è pari alla durata del fabbisogno finanziario, oppure quando il *leverage* è nullo. L'indice assume, all'opposto, valore massimo (ossia tende ad uno) quando la durata del prestito tende a zero e, al contempo, il *leverage* tende ad uno.

# Una ridefinizione della tassonomia minskiana

Sulla base dell'indice di vulnerabilità si definisce **coperta** l'impresa (o un singolo investimento) che presenta un  $V$  prossimo allo zero, dato che non è esposta ai rialzi del tasso di interesse neppure quando  $\lambda > 0$ . Analogamente, è **speculativa** l'impresa che, oltre ad avere un  $\lambda > 0$ , presenta anche un  $\tau > 0$  e conseguentemente un  $V > 0$ . Quella **Ponzi** è invece considerata una condizione patologica.



**Corollario:** anche se si assume che il *leverage* aggregato non aumenti nel corso della fase di crescita, la modificazione delle strutture debitorie in senso speculativo potrebbe avvenire comunque come conseguenza di un aumento del *mis-matching ratio* (a patto che  $\lambda > 0$ ).

# La politica economica

La critica del *laissez faire* e i limiti dell'intervento pubblico

## I due teoremi di politica economica

- **Il teorema *anti-laissez faire*** La stabilità può essere ottenuta solo introducendo vincoli (nuove condizioni iniziali), convenzioni (assegnazione alle variabili di valori diversi da quelli di mercato) ed interventi. Il *liberismo* non è una politica di destra o di sinistra. È una politica illusoria che non ha mai trovato applicazione nei fatti. Ciò che cambia è, semmai, il ruolo dello Stato, ma la sua presenza non è mai venuta meno.
- **I limiti dell'intervento** Il perseguimento degli obiettivi di benessere e di efficienza espone il sistema a crisi cicliche. L'ottimo 'pratico' può così essere molto diverso da quello teorico.

## Gli strumenti dell'intervento pubblico

- **La spesa pubblica in disavanzo** che: *i.* sostiene la domanda effettiva (**effetto reddito**); *ii.* sostiene i profitti lordi delle imprese, evitando crisi di liquidità (**effetto di bilancio**); *iii.* tramite l'emissione di titoli pubblici (sicuri e liquidi), rende più solidi i portafogli (**effetto di portafoglio**). Tale intervento è in parte *automatico*, poiché il deficit dello stato si muove anti-ciclicamente. Tuttavia, esso richiede tempo, sicché si rende necessario l'intervento della Banca Centrale.
- **L'intervento della Banca Centrale** che: *i.* agisce da **prestatore di ultima istanza**, fornendo al mercato la liquidità necessaria a frenare la caduta del valore delle attività (imponendo un limite inferiore o *pavimento*) e a frenare l'aumento dei tassi; *ii.* deve inoltre porre mano alle **regole** che governano il sistema finanziario. La Banca Centrale è così in grado di imporre un punto di svolta inferiore più elevato al ciclo, acquistando titoli sul mercato e fornendo liquidità, e impedendo così che il crollo dei prezzi delle attività finanziarie contagi anche i prezzi delle attività reali.

## I problemi connessi all'intervento pubblico

L'intervento pubblico evita la crisi, ma il fatto che le unità speculative vengono salvate non è privo di conseguenze negative. Queste, nel corso della successiva ripresa, saranno indotte a valutare i propri margini di sicurezza al netto dell'intervento di salvataggio dello Stato. L'intervento pubblico ha imposto nuove condizioni iniziali al sistema, ma proprio tali nuove condizioni rendono la *prossima* crisi molto più vicina.

D'altra parte la Banca Centrale è in grado di controllare l'offerta di moneta soltanto in prossimità nel punto di svolta superiore del ciclo e solo nella misura in cui sia disposta a causare una crisi finanziaria.

Per Minsky **la regolazione perfetta non esiste**. È invece necessario adottare un programma di riforme che abbiano come scopi quello di impedire la deflazione da debiti e quello di attuare una semplificazione della struttura finanziaria.

*Can 'it' happen again?*  
Minsky nella *'bubble economy'*

# Il nuovo volto del capitalismo

Nell'ultimo quarto di secolo le principali economie mondiali sono state attraversate da profondi mutamenti che rendono necessario un ripensamento delle dinamiche che conducono il sistema alla fragilità ed alla crisi.

- La **mutazione del sistema bancario statunitense**, con il passaggio dal vecchio modello "*originate to hold*", in cui spettava alle banche il compito di valutare la solvibilità della clientela, allo schema "*originate to distribute*", che avrebbe dovuto consentire di scaricare e diluire il rischio di insolvenza dei debitori su un vasto pubblico di risparmiatori, via fondi di investimento e agenzie assicurative. Le banche non svolgono più un ruolo di selezione dei progetti di investimento sulla base delle esperienze passate. Il loro scopo è la massimizzazione di premi e commissioni legati alla emissione di titoli da parte di società affiliate (fuori bilancio). Esse non hanno dunque interesse a stimare la solvibilità del debitore, compito che viene delegato alle *agenzie di rating*. Ma nessuno strumento econometrico può sostituire la conoscenza diretta del debitore. Oltretutto, i profitti delle agenzie di rating sono positivamente correlati alla sovrastima della solvibilità del debitore ed alla sottovalutazione del rischio.
- Un **nuovo modello di crescita** che ha affidato alle **autorità monetarie** il compito di *gestire* le bolle speculative sui mercati delle attività (finanziarie e reali). Una gestione politica dei fenomeni speculativi che ha coinciso con il favore per la fissazione del tasso di interesse di riferimento quale strumento privilegiato della politica.

## Il nuovo volto del capitalismo

- L'**inflazione crescente sui mercati degli attività**, fenomeno che se, da un lato, ha consentito alle imprese non-finanziarie di reperire proprio sui mercati finanziari capitali a “basso costo”, riducendo, almeno inizialmente, la propria dipendenza dal sistema bancario, dall'altro, ha reso famiglie, banche e operatori finanziari temporaneamente insensibili al rischio legato all'elevato grado di esposizione debitoria a breve termine, con una crescita esponenziale del debito di questi ultimi.
- L'emergere di **effetti ricchezza** legati al possesso di *asset* sottoposti a continua rivalutazione e la conseguente esplosione del credito al consumo che, sganciando le dinamiche dei consumi da quelle dei redditi da lavoro dipendente, hanno consentito alle famiglie statunitensi (e, in generale, ai consumatori residenti nei paesi del capitalismo anglosassone, ad eccezione del Canada) di sostenere la crescita mondiale con un flusso costante di importazioni dall'Europa continentale e, soprattutto, dai paesi asiatici.

## Il nuovo volto del capitalismo

- Nei paesi di prima industrializzazione non il **debito** (o il *leverage*) delle imprese tradizionali, ma quello **di famiglie e imprese finanziarie** sembra essere il tratto saliente della nuova fase capitalistica. Analogamente, è nell'andamento della **spesa per consumi** (anche durevoli), più che in quello della spesa per investimenti, che va rinvenuta la variabile chiave per comprendere le ragioni della crescita dell'economia americana negli anni della presidenza Clinton (*New Economy*) e poi nel quadriennio che va dall'inizio del 2003 all'inizio del 2007 – nonché delle successive crisi (2000-2003 e 2007-?).
- Nei periodi di boom economico non sono più accompagnati da inflazione ma all'opposto da deflazione dei salari (diretti, indiretti e differiti). La **curva di Phillips è divenuta piatta**. L'esplosione di liquidità messa a disposizione dalle banche centrali non si scarica più *direttamente* sui prezzi tramite i salari, ma *indirettamente*, tramite la speculazione sulle attività finanziarie, sugli immobili e sulle materie prime (il cui prezzo cresce anche per via di fattori geopolitici).