



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE
MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO
FUÀ”

Corso di Laurea Triennale in Economia e Commercio

Crisi Finanziarie

FINANCIAL

CRISES

Relatore:

Tesi di Laurea di: Elona

Hasanaj Prof. Francesco Chiapparino

Anno Accademico 2019/2020

Indice

Introduzione	3
Capitolo Primo	4
1.1 Presentazione Introduttiva pensiero di Minsky	4
1.1.1 Le Crisi Finanziarie	4
1.2 Il Modello di Hyman Minsky.....	6
1.3 Le tassonomie delle posizioni finanziarie	16
Capitolo Secondo	19
2.1 Kindleberher	19
2.2 La razionalità del mercato e degli operatori	21
2.3 Il prestatore di Ultima Istanza	23
Capitolo Terzo	27
3.1 Avvio della crisi e il suo scoppio nel 2007/08.....	27
3.2 Confronto fra la crisi del 2007/08 e l'ipotesi di Instabilità....	30
Bibliografia e sitografia	33
Ringraziamenti	35

Introduzione

Nel presente elaborato l'attenzione si è concentrata nel dimostrare che le Crisi del sistema economico sono un fenomeno sistematico che si manifestano per effetto dei comportamenti degli operatori.

L'obiettivo del Capitolo Primo è quello di spiegare brevemente cosa sono le Crisi, come si manifestano e come il sistema economico reagisce ad esse, la trattazione prosegue concentrandosi sul modello di Hyman Minsky relativo all'ipotesi di Instabilità: tale modello esplica come una crisi si manifesta e come essa sia un fenomeno insito al sistema. L'ultima parte del capitolo è focalizzata sulle posizioni degli operatori e i loro comportamenti, e sull'ipotesi di intervento di un prestatore di ultima istanza.

Il secondo capitolo si concentra sugli studi di Kindleberger riguardanti le diverse crisi finanziarie che si sono manifestate nel corso dei vari secoli: l'autore ha evidenziato e in parallelo confermato come tale fenomeno appartiene al sistema. In questa parte del capitolo sono riportate alcune crisi manifestatesi nel corso dei decenni che hanno segnato negativamente il sistema economico.

Nel terzo capitolo l'attenzione è spostata a giorni più recenti poiché viene esplicito qual è l'avvio della crisi dei sub prime del 2007/08 e se sia possibile applicare a tale fenomeno l'ipotesi di instabilità pensata da Minsky.

CAPITOLO PRIMO

1 Presentazione introduttiva del pensiero di Minsky

Hyman P. Minsky fu un importante economista statunitense e uno dei più influenti esponenti della scuola post-keynesiana. Attento osservatore delle politiche del New Deal, fu un influente consigliere, sebbene inascoltato, dei governi democratici americani.

Egli incentrò i suoi lavori sul presupposto di apportare una nuova chiave di lettura del funzionamento del sistema capitalistico rispetto a quella offerta da John Maynard Keynes: attraverso l'**Ipotesi di Instabilità Finanziaria**, Minsky ha voluto proporre un'interpretazione endogena delle crisi finanziarie, partendo dal pensiero di Keynes in merito al funzionamento del sistema capitalistico.

Lo studioso ha voluto dimostrare come il sistema capitalistico su cui l'economia moderna si erge sia in realtà un sistema instabile, il quale segue un processo ciclico di espansione e regressione, le cui fasi di alternanza dipendono strettamente (spesso in forma diretta) dalle relazioni fra banche e imprese per il finanziamento di investimenti e della produzione. Tale dinamica permette di evidenziare il fulcro centrale della riflessione di Hyman Minsky, ovvero l'intrinseca fragilità del sistema di produzione capitalistico.

1.1 Le crisi finanziarie

Una crisi finanziaria rappresenta il culmine di un periodo di espansione, il quale annuncia la fase discendente: si presenta quando la domanda di denaro da parte delle imprese, sotto forma di capitali, supera l'offerta delle banche e degli investitori. Molti economisti nel corso degli anni hanno cercato di elaborare una teoria attraverso la quale sia possibile spiegare quali sono le principali cause e principali effetti di una crisi finanziaria: purtroppo, fra i vari autori, non si è giunti

ad un punto comune fra le varie teorie elaborate, né è stato possibile definire dei modelli deterministici causa-effetto per prevederle e capire il loro andamento e sviluppo.

Le crisi finanziarie non sono del tutto imprevedibili: quando una di esse si manifesta, ciò che risulta difficile capire e spiegare è il motivo per il quale le autorità finanziarie, in particolar modo la Banca Centrale, non sono state capaci di garantire ai contribuenti l'applicazione di regole semplici e fondamentali per un sano sviluppo economico e finanziario secondo il criterio per cui è necessario "dare credito a chi è in grado di onorare il debito".

Grazie a queste premesse, risulta più semplice capire l'assunto di base utilizzato da Minsky nell'elaborare il suo modello: ipotizzando che il sistema economico si trovasse una situazione in cui le entrate monetarie siano maggiori delle uscite, la propensione alla produzione aumenterà, portando gli imprenditori a indebitarsi in modo sempre più massiccio per far fronte al maggior fabbisogno finanziario per sostenere l'attività, mentre le banche offriranno una maggiore disponibilità a concedere sovvenzionamenti finanziari.

Si ha quindi una situazione di boom degli investimenti, in cui diventa si facilita l'inserimento di attività di tipo borsistico, a volte anche speculativo, dove il capitale è preso in prestito al solo scopo di ottenere un guadagno per via delle previsioni a rialzo sul prezzo dei titoli.

I primi problemi si avrebbero nel momento in cui i profitti realizzati dalle imprese risultino essere inferiori rispetto alle aspettative iniziali: in questa fase le imprese capiscono di aver effettuato una cattiva valutazione dei propri investimenti derivante dai guadagni non soddisfacenti le aspettative, rendendosi conto che la valutazione preventiva di investimento si è basata solo sull'euforia produttiva del momento.

Il capitale preso a prestito è eccessivo, per cui le imprese non saranno in grado di restituirlo alle banche e quindi agli investitori: ciò determina aspettative disattese sul corso dei titoli, i quali saranno venduti e si avrà un crollo dei loro prezzi; ciò significa che il sistema economico verrà indirizzato verso una fase di crisi finanziaria.

Per Minsky, la crisi non è altro che il risultato del normale operato del sistema economico; ciò nonostante, egli non nega che tale risultato possa essere evitato se si viene a presentare un fenomeno di adeguamento continuo, ottenuto da riforme del settore pubblico e innovazioni strutturali del sistema istituzionale e

alla continua innovazione delle imprese, banche e intermediari tipici del sistema capitalistico.

Se nonostante questi accorgimenti la crisi si manifesta, per Minsky è possibile attuare altri interventi di ripresa quali:

- l'utilizzo della spesa pubblica in disavanzo, la quale permette di evitare, sostenendo i consumi e i profitti delle imprese, eventuali crisi di liquidità che in fase di depressione possono portare il sistema verso il crollo definitivo;
- trasformazione della banca centrale di un "prestatore di ultima istanza", ciò significa che la BC sarebbe in grado di salvare quelle banche a cui non viene restituito il debito e di salvare altri istituti finanziari concedendo loro denaro ad un alto tasso di sconto, cosicché quest'ultime essendo meno invogliate a concedere prestiti, inizieranno a tenere comportamenti più responsabili nel futuro.

1.2 Il modello di Hyman Minsky

Secondo Minsky, le relazioni fondamentali che condizionano l'economia sono quelle esistenti tra banche e imprese. Il fattore che può risultare più interessante in questi due soggetti è costituito dalle aspettative sul futuro, poiché è in base a queste ultime che essi scelgono il livello di investimento da effettuare. La variabile degli investimenti è fondamentale perché, secondo Minsky, conferisce, più di tutte le altre variabili, instabilità al sistema. Si rende necessario illustrare come questi due soggetti decidano l'ammontare di investimenti da compiere sulla base delle loro aspettative sul futuro, al fine di capire quali pieghe l'economia prenderà. Riguardo le imprese è utile precisare che, nel definire il totale degli investimenti da effettuare, gli imprenditori agiscono in condizione di incertezza. Questi soggetti, infatti, decidono di investire sulla base delle previsioni di andamento della loro attività: non possono conoscere a priori il corso degli eventi e la quantità di profitti che realizzeranno alla fine del proprio esercizio: possono solo fare delle supposizioni, basandosi su dati dei periodi precedenti, ma non è detto che queste siano corrette. Secondo Minsky, più un'impresa ricorre all'indebitamento, più

si riduce la probabilità di ottenere i profitti futuri attesi. Ciò significa che, oltre il livello di autofinanziamento, il prezzo di domanda dei beni capitali diminuisce al crescere degli investimenti. Le banche sono sottoposte al rischio che il capitale da loro prestato non venga restituito; questo è il motivo per cui, man mano che il ricorso all'indebitamento aumenta, le banche rendono più rigide le condizioni per prestare denaro: ad esempio, si verifica l'aumento del tasso di interesse e delle garanzie richieste per la concessione dei prestiti. Le imprese si trovano davanti a un problema arduo in quanto, se viene superata la soglia di autofinanziamento, si necessiterà di un capitale per promuovere le proprie attività, perciò diventerà sempre più oneroso chiedere finanziamenti. Sulla base di queste considerazioni possiamo giungere alla conclusione che, nel definire il livello dei propri investimenti, banche e imprese fanno riferimento al prezzo dei beni capitali. Tale affermazione viene spiegata con una teoria finanziaria dell'investimento, ossia il Modello a due prezzi.

Il Modello a due prezzi

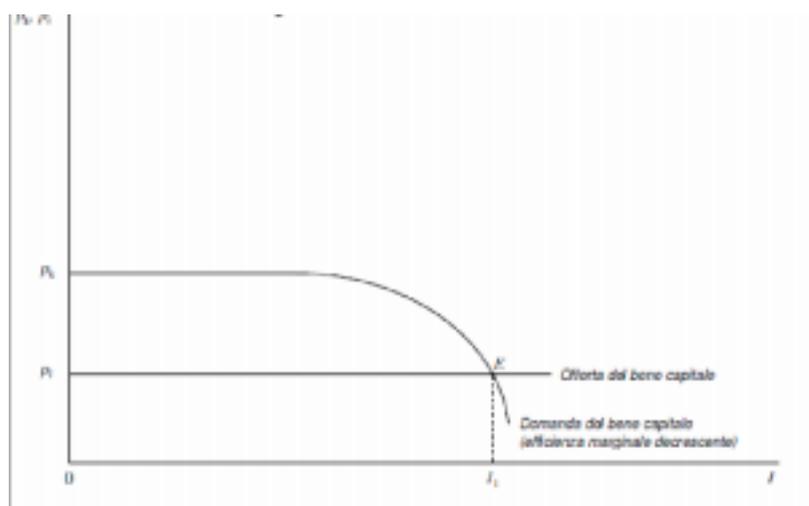


Fig. 1a. La determinazione del livello (reale) dell'investimento in assenza di rischi.

Legenda:

- P_k , prezzo di domanda dei beni capitali, il prezzo massimo che l'impresa investitrice è disposta a pagare per acquistare i beni capitali, viene stabilito sulla base dei profitti che essa si aspetta di realizzare;
- P_i , prezzo di offerta dei beni capitali, è determinato dal costo di produzione del capitale.

È possibile tracciare la curva di domanda e la curva di offerta dei beni capitali:

- la prima curva dipende dall'offerta di moneta, dal rischio del debitore e dal rendimento atteso nel lungo periodo dei beni capitali;
- la seconda curva dipende dal costo di produzione, dalle aspettative di profitto dell'imprenditore e dal rischio del creditore.

Per le imprese è conveniente investire fino a che P_k il quale risulta essere maggiore o uguale a P_i , non arriva a coincidere con quest'ultimo, ovvero fino al punto in cui I (Investimenti) corrisponde ad I_e , il punto di equilibrio.

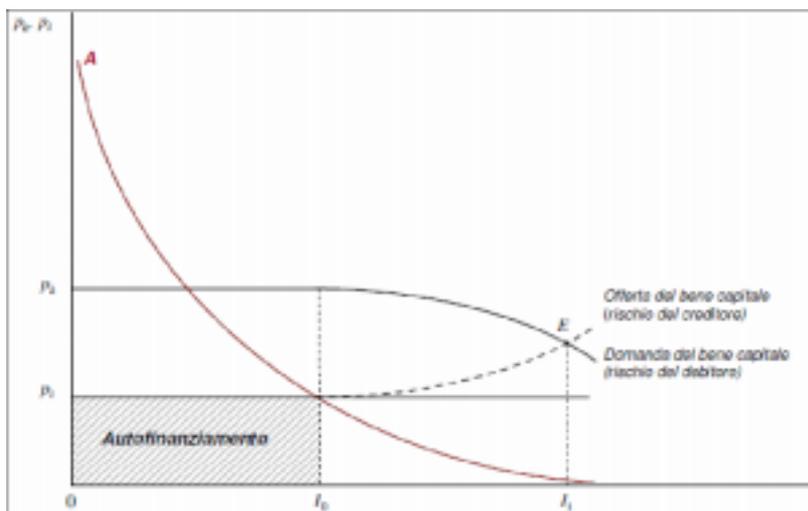


Fig. 1b. La determinazione del livello (reale) dell'investimento in presenza di rischi.

Osservando la figura 1b, è possibile definire l'area delimitata da P_i (Prezzo di offerta dei beni capitali), e da I_0 , quantità di risorse proprie dell'impresa, come l'autofinanziamento a cui l'impresa può attingere per concretizzare un certo tipo di attività. Se si supera tale area, ossia se l'attività di impresa diventa più intensiva, le fonti di autofinanziamento interno non bastano più ed è necessario ricorrere al finanziamento da parte di terzi. Il superamento della soglia I_0 causa una modifica nella conformazione delle curve di domanda e di offerta dei beni capitali per via dell'insorgere del rischio del debitore e del rischio del creditore, entrambi direttamente proporzionali a I : il rischio del debitore ha natura soggettiva e riguarda le imprese, poiché più esse ricorrono al finanziamento esterno per stimolare la propria attività, più vedranno i propri profitti farsi via via più incerti ed è inoltre legato alla circostanza di non essere più in grado di restituire il denaro preso a prestito. Oltre la soglia di autofinanziamento, il prezzo di domanda P_d si riduce al crescere dell'investimento. Il rischio del creditore è di tipo oggettivo e connesso all'eventualità che il denaro prestato dalle banche non venga più restituito. Le banche, al crescere dell'investimento e della percezione del rischio, introducono vincoli, i quali rendono più difficoltoso investire poiché il prezzo di offerta del capitale, e con esso il prezzo di offerta dei beni capitali P_i , aumenta al crescere dell'investimento.

Come si può notare, il livello prescelto di investimento dipenderà da:

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

Si può proseguire con la dimostrazione del modello dal punto di vista microeconomico.

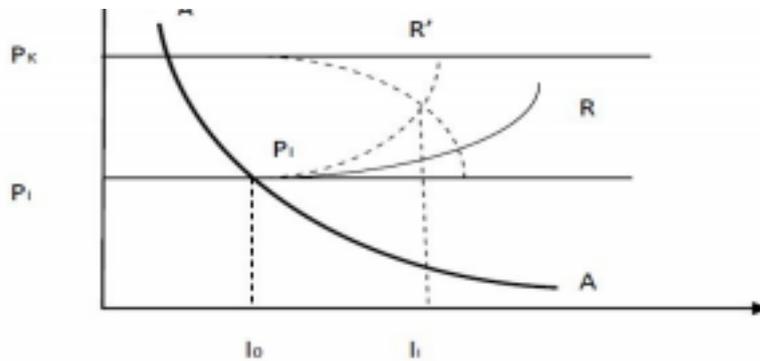


Figura 2. Il modello dei due prezzi rappresentato a livello microeconomico

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

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

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

E' possibile affermare che per l'impresa diventa ragionevole indebitarsi fino a I_1 , cioè fino al punto in cui P_k' e P_i' coincidono e non oltre, altrimenti potrebbero

generarsi le condizioni per la crisi: se l'impresa si indebita oltre la soglia di I_1 dovrà sostenere costi per l'indebitamento superiori alle proprie disponibilità, conducendo l'impresa verso la bancarotta.

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

Per comprendere meglio quanto detto, diventa utile l'ausilio di grafici attraverso i quali è possibile spiegare le varie fasi del ciclo economico:

1. Fase di avvio

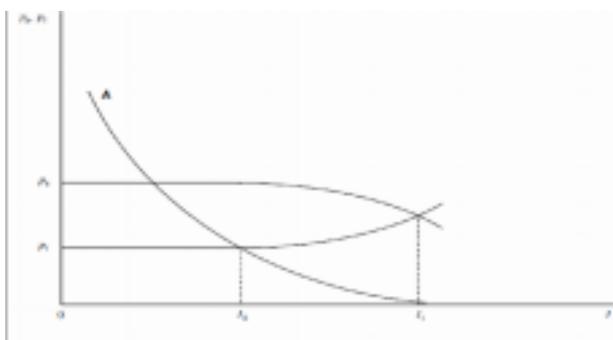


Fig. 3a. Gli investimenti e il ciclo: la fase di avvio.

2. Fase di crescita

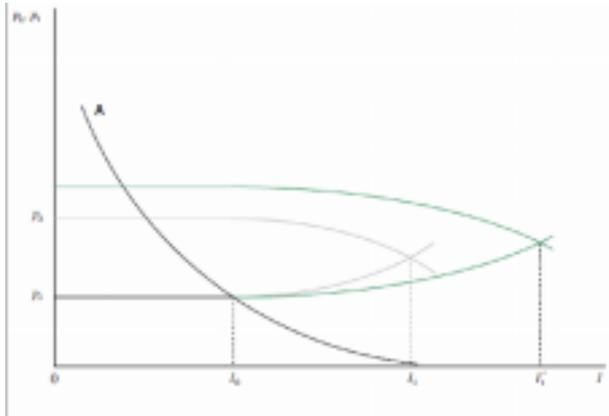


Fig. 3b. Gli investimenti e il ciclo: la fase di crescita.

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

3. Fase di recessione

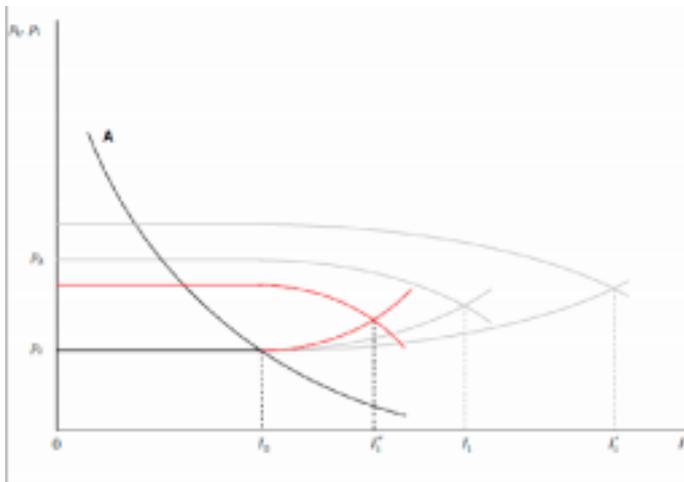


Fig. 3c. Gli investimenti e il ciclo: la fase di recessione.

La fase di crescita non dura in eterno: si arriva infatti ad una fase di inversione in cui, per via delle attese di profitto divenute pessimistiche, la percezione del rischio torna ad aumentare; il tasso di interesse di concessione dei prestiti torna a crescere e ciò comporta l'abbandono dei finanziamenti in quanto più onerosi. Di conseguenza, gli investimenti iniziano a calare avviandosi verso la fase recessione economica.

L'analisi finora descritta può essere applicata anche a livello macroeconomico, al fine di valutare come il livello aggregato degli investimenti incida sul funzionamento dell'intero sistema. Graficamente è possibile rappresentare la prospettiva macroeconomica come :

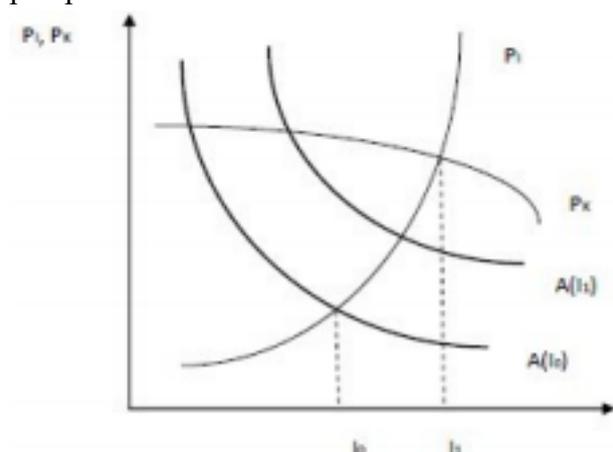


Fig. 4. Il modello a due prezzi rappresentato a livello macroeconomico.

È necessario effettuare alcune precisazioni al fine di comprendere meglio il significato della figura. In ottica macroeconomica, il prezzo di offerta dei beni capitali si esprime attraverso P_c , il quale diviene sensibile alla quantità risorse richieste dall'aggregato delle imprese: la curva avrà inclinazione positiva. Inoltre, l'autofinanziamento complessivo delle imprese è dipendente dal livello degli investimenti e quindi dal reddito globale, pertanto bisognerà considerare un'intera famiglia di iperboli equilatera. Ragionando su una situazione in cui vi sia una forte domanda di beni capitali da parte del mercato, l'ingente domanda spinge il prezzo di tali beni verso l'alto, inducendo le imprese che li producono a pensare che un ulteriore ampliamento della loro offerta possa consentire la realizzazione di ottimi profitti. Espandere la produzione è possibile se si prende

a prestito capitale da fonti esterne: le banche. Il prestito che le imprese saranno disposte a chiedere alle banche sarà cospicuo poiché, trovandosi davanti a un'ingente domanda di beni capitali, avranno l'illusione di realizzare profitti attesi molto alti i quali permetteranno il conseguimento di un guadagno e la restituzione del debito contratto.

In un primo momento i profitti realizzati appariranno migliori rispetto a quelli attesi e pertanto le imprese saranno indotte a produrre una quantità ancora maggiore di beni capitali. Per aumentare questa produzione si affideranno ad altri prestiti: le imprese, non sfruttando completamente il prestito già emesso, ne richiederanno altri, stimolando un'espansione degli investimenti fondata sui debiti. In realtà i profitti realizzati sembrano migliori di quelli attesi poiché l'offerta dei beni capitali si adegua in ritardo rispetto alla domanda. Un incremento della domanda genera subito un aumento dei prezzi dei beni capitali; di conseguenza gli imprenditori vedranno i loro profitti aumentare. La produzione di nuovi beni capitali e l'aumento dei prezzi avranno luogo fino all'esaurimento dello stock di capitale che aveva generato l'aumento iniziale dei prezzi. Quando tali beni entrano a far parte dello stock di capitale esistente, il prezzo di questi beni tende a diminuire. La situazione si capovolge: la diminuzione del prezzo dei beni capitali fa sì che i profitti degli imprenditori diminuiscano a loro volta e di conseguenza, la loro capacità di restituire tutti i debiti contratti fino a quel momento diventi pressoché nulla. Minsky afferma che «il livello dei prezzi dei prodotti finali è molto lento a modificarsi mentre il livello dei prezzi dei beni capitali è suscettibile di variazioni improvvise». Questo spinge lo stesso economista a pensare che i titoli rappresentativi dei beni capitali siano inseriti all'interno di un sistema di borse valori in cui gli stessi vengono continuamente contrattati e ricontrattati. Il repentino modificarsi dei prezzi dei beni capitali è attribuibile, quindi, al mutamento del prezzo dei titoli rappresentativi i beni capitali stessi. I prezzi dei titoli cambiano sulla base delle aspettative delle banche e dell'impresa, le quali formulano le loro attese in relazione al livello di fiducia che hanno sull'andamento dell'economia; poiché la fiducia è facilmente influenzabile anche da eventi poco importanti, essa può essere soggetta a brusche inversioni che si riversano sulle aspettative degli

operatori le quali, modificandosi, 2 Minsky P. H. (1981), *“Can ‘It’ Happen Again?”*, pp. 123.

impattano sull'intero sistema economico. L'instabilità finanziaria dei sistemi capitalistici è dovuta proprio a questo: banche e imprese prendono decisioni in base a valutazioni soggettive, per natura quindi incerte e assoggettate a frequenti cambiamenti, che contribuiscono a indebolire il sistema. Tutto ciò dimostra come il sistema economico sia condizionato dalle opinioni degli operatori e dalla natura delle relazioni finanziarie che si instaurano tra di essi.

1.3 Tassinomia delle posizioni finanziarie

Per comprendere meglio il funzionamento del sistema capitalistico, è utile l'analisi proposta da Minsky in merito le posizioni finanziarie degli operatori. L'economista si riferisce in particolare a imprese e banche quando parla di operatori che influenzano il sistema. Sostiene, infatti, che entrambi i soggetti generino entrate e uscite monetarie: a seconda del rapporto esistente tra entrate e uscite possiamo distinguere tre posizioni in cui gli operatori possono ritrovarsi. La prima posizione analizzata è detta **“coperta”**. Si è in una posizione coperta quando le entrate di contante sono superiori rispetto agli impegni di pagamento dovuti; sarà possibile, quindi, rimborsare anche la somma relativa agli interessi in quanto ci si attende che le entrate li coprano di gran lunga. Il debito sarà via via restituito fino alla sua estinzione e l'individuo sarà nuovamente in grado di aumentare il capitale proprio e la quantità di liquidità desiderata. Tale struttura finanziaria esente dal rischio finanziario (incidente sulla liquidità aziendale e legato all'equilibrio entrate-uscite), non lo è dal rischio economico (il quale incide sui risultati reddituali delle imprese; esso è legato all'equilibrio tra costi e ricavi) il quale dipende dall'evoluzione dei mercati dei beni e del lavoro. La seconda posizione chiamata **“speculativa”** si ha quando gli esborsi superano i flussi di reddito in entrata e nonostante ciò, si è in grado di coprire il costo dell'interesse sul debito. Per restituire il capitale preso a prestito sarà necessario fare affidamento su un ulteriore finanziamento, a meno che non si ricorra ad eventuali riserve di liquidità o alla vendita di

attività. La struttura finanziaria speculativa può essere soggetta anche al rischio finanziario: se si verifica un aumento del tasso di interesse non previsto, questo può trasformare i profitti attesi in perdite. Il terzo tipo di posizione individuata da Minsky è la posizione “**ultra speculativa**” o **posizione “Ponzi”** (il nome di tale posizione deriva da Charles Ponzi, noto per aver inventato l’omonimo schema. Lo schema Ponzi è un modello economico di vendita truffaldino che promette guadagni alle vittime, a patto che queste reclutino nuovi "investitori", a loro volta soggetti alla truffa.); i flussi in entrata non sono sufficienti nemmeno per pagare gli interessi correnti, è necessario quindi prendere denaro a prestito, per finanziare la restituzione della quota capitale sul prestito iniziale e per onorare il pagamento dei relativi interessi; si è quindi in una vera e propria spirale debitoria. Per le posizioni Ponzi, anche piccolissime, variazioni dei tassi a breve termine possono far svanire le rendite attese.

Secondo Minsky la natura di un sistema dipenderà dal tipo di posizione prevalente rispetto alle altre. Se per esempio il sistema economico fosse perennemente in una condizione coperta ci sarebbe crescita continua, poiché le imprese, avendo entrate di gran lunga superiori rispetto agli esborsi, sarebbero in grado di rispettare in ogni momento i loro impegni contrattuali. Ciò andrebbe a soddisfare sia le istituzioni finanziarie, dal momento che anch'esse otterrebbero un profitto in grado di coprire le spese e i prestiti, sia i lavoratori, i quali riceverebbero un reddito superiore alle passività emesse per finanziare il consumo. Se questo stato dell'economia permarrà per un certo lasso di tempo, le aspettative a lungo termine sul reddito ottenuto dall’impiego dei beni capitali nel processo produttivo saranno influenzate; l’incertezza sul futuro verrà ridotta anche per gli altri operatori, spingendo il prezzo dei beni capitali verso l’alto. A questa tendenza, infatti, corrisponderà un aumento della domanda e dei prezzi dei beni d’investimento, che ratificheranno anche le aspettative di profitto di breve periodo dei produttori di questi beni, determinando anche un incremento degli investimenti che comporterà un’espansione della domanda effettiva e dell'occupazione. Tutto questo non avviene poiché ci sono fattori endogeni, come precisato da Minsky, che porteranno una situazione finanziaria coperta a diventare un vero e proprio boom speculativo. È proprio la natura del sistema capitalistico a rendere, come dice Minsky, “la stabilità destabilizzante”. Se si prendesse in esame la stessa situazione finanziaria coperta ci si accorgerebbe che in una fase di crescita come quella descritta in precedenza, si genererà una

condizione di euforia generale tale da indurre le imprese a prestare meno attenzione agli introiti futuri, in quanto è certo, visto l'andamento del mercato, che li otterrà senza alcuna sorta di problemi e tale da indurre le banche a prestare denaro con bassi tassi di interesse e senza particolari garanzie e vincoli. La domanda di moneta dunque preme sull'offerta: ciò fa sì che aumenti la sua velocità di circolazione, ma anche che gli intermediari finanziari mettano a disposizione innovazioni finanziarie, ossia mezzi di pagamento sostitutivi della moneta stessa, cosiddetta quasi moneta, per soddisfare la ricca domanda di prestiti.

Questo fenomeno genera due effetti: il primo è un aumento molto consistente dei finanziamenti da parte delle banche nei confronti delle imprese; il secondo è un vero e proprio boom borsistico. Nella fase di boom borsistico, non è raro che si mettano in atto attività di tipo speculativo: alcuni operatori non richiedono prestiti perché si aspettano di aumentare in modo cospicuo la propria attività, per sfruttare il futuro aumento del prezzo dei titoli e ottenere un guadagno.

Tutto ciò genera profondi cambiamenti nel panorama finanziario:

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

L'insieme di questi fenomeni minaccia la solidità del sistema finanziario. Secondo Minsky, ciò che spinge maggiormente il sistema finanziario verso l'instabilità, è il comportamento delle banche che determina il passaggio da aspettative positive ad aspettative negative nella fase di boom. Nella fase di boom, come già detto in precedenza, le banche, non curanti dei rischi che possono derivare dalla propria condotta superficiale, prestano denaro senza particolari vincoli, non tutelandosi per l'eventuale non ritorno degli stessi; in questo modo è facile che si prospetti una situazione in cui le entrate non coprano

le uscite. Per poter uscire da questa situazione, le banche dovranno cercare di aumentare le proprie entrate di cassa e per farlo dovranno aumentare i tassi di interesse, causando a sua volta una ripercussione negativa sull'intera economia, in quanto modifica la posizione dei diversi operatori: le imprese che per esempio sulla base dei precedenti tassi d'interesse risultavano affidabili, in seguito all'aumento di questi, vedono la propria posizione compromessa, non solo perché gli interessi sono aumentati e quindi avranno serie difficoltà nel restituirli, ma, anche perché viene pregiudicata loro la possibilità fare ulteriori investimenti poiché più onerosi. In merito al mercato azionario, gli speculatori non vedendo le loro aspettative realizzate sul corso dei titoli realizzate si avviano verso la fase di perdita.

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

A questo punto è possibile affermare che la crescita dei tassi d'interesse porta imprese e operatori in posizione speculativa e ultra speculativa a essere insolventi; perciò le istituzioni bancarie con cui tali operatori hanno legami, vengono coinvolte e trascinate a loro volta verso il tracollo. Possiamo asserire che la posizione delle banche influenzi l'intero sistema economico: se le banche sono in una situazione positiva, il comportamento di imprese e investitori è stimolato positivamente; nel momento in cui le banche invertono la loro posizione, anche imprese e investitori vedono mutare la propria posizione. Il sistema risulta essere molto vulnerabile, poiché basta anche un piccolo cambiamento della posizione bancaria per scatenare crisi, trasformando una struttura in apparenza solida in una struttura fragile e precaria.

CAPITOLO SECONDO

2.1 Kindleberger

Charles “Poor” Kindleberger, fu un famoso storico economico, il quale nel suo lavoro “Panico e Euforia: Storia delle crisi finanziarie” ha dedicato l’attenzione sulle crisi finanziarie, dette anche “bolle di sapone”, più importanti del mondo industriale.

Lo storico ha voluto affermare, come già anticipato nel capitolo primo, che inversioni di tendenza del sistema economico, sotto forma di crisi, manie (eccessi speculativi), catastrofi o momenti di panico sono un fenomeno storico comune del sistema economico.

La riflessione dell’autore si pone su diverse questioni:

1. La razionalità dei mercati è tale per cui le manie irrazionali per definizione possono non realizzarsi?
2. Quando queste manie irrazionali si verificano, si dovrebbe lasciare che esse seguano il loro corso senza interferenze del governo o di un’altra autorità?
3. Quando le inversioni di tendenza del sistema si presentano è necessario un prestatore di ultima istanza, ovvero un soggetto/entità che sia in grado di aiutare il sistema a tornare in situazione di equilibrio?
4. Se i servizi forniti dal prestatore di ultima istanza avvengono su scala nazionale, allora è giusto chiedersi chi dovrebbe provvedere alla stabilità del sistema economico internazionale?

Ciò che possiamo affermare con certezza è che non sempre una fase ascendente sia eccessiva e che conduca a prescindere al panico e all’isteria: ciò che è certo, è che vi è un fattore decisivo che cambia le prospettive economiche degli operatori del sistema portandoli a investire in nuove opportunità di guadagno, si tratta di un comportamento che si avvicina molto a una irrazionalità

maniacale .

Una volta che, il sistema finanziario comprende il carattere eccessivo di una **fase ascendente**, attraversa uno stato di angoscia in cui il processo di espansione, spinto dalla corsa all'investimento irrazionale, tende ad assomigliare al panico. Nella **fase maniacale** coloro che sono in possesso di ricchezza, si disfano di moneta o contraggono i prestiti per l'acquisto di attività non liquide le quali possono essere reali o finanziarie. Nei momenti di panico avviene il contrario, portando, nel breve periodo, al verificarsi delle **manie**.

Kindleberger nel riprendere il modello di Minsky, ha evidenziato come un modello economico possa essere usato anche per l'interpretazione storica del funzionamento del sistema economico.

Gli eventi che conducono a una crisi, iniziano con uno spostamento esterno al sistema macroeconomico la cui natura può variare da un boom speculativo all'altro; lo spostamento altererà le prospettive economiche facendo variare le opportunità di profitto almeno in un settore economico importante per il sistema. Nel modello di M. il boom viene alimentato da un'espansione del credito bancario che allarga l'offerta di moneta, determinando l'instabilità del credito bancario.

Prima della diffusione degli istituti creditizi, una mania speculativa veniva alimentata da mezzi di pagamento sotto forma di credito personale, la cui espansione poteva essere anche illimitata; lo storico ha affermato che se in un dato momento i mezzi di pagamento possono espandersi all'interno del sistema bancario esistente, essi possono determinare la formazione di nuovi istituti: la problematica di fondo riguarda quindi il controllo dei canali di espansione e la metodologia da applicare più efficiente ed efficace. L'attenzione si sposta poiché anche se si supponesse di poter correggere l'instabilità delle banche esistenti e potenziali, ci si dovrebbe occupare dell'instabilità del credito personale a fornire mezzi di pagamento a finanziare il boom, in quanto qualsiasi operazione effettuata dagli individui in quel momento avrà un carattere speculativo, ovvero guadagnare dalla differenza dei prezzi di vendita e di acquisto delle attività.

Il modello di M., come afferma lo storico, sembra limitarsi a un solo paese, però effettuando un'analisi più profonda e adottando una prospettiva storica è possibile accorgersi che i comportamenti di un paese sono contagiosi e si sono diffusi anche nei comportamenti degli altri paesi; l'euforia e la super attività in un mercato nazionale possono essere alimentati da afflussi di capitale derivante

da acquisti di particolari beni/attività esteri.

La potenziale contrazione sul lato di offerta di moneta potrebbe essere compensata dall'incremento del tasso di interesse speculativo e dal conseguente aumento nel lato della domanda; tutti questi fatti portano a un **disagio finanziario**, in origine fu una espressione usata in riferimento alle società per azioni, poiché una società si trova in disagio finanziario quando deve considerare l'eventualità, anche remota, che in un futuro possa diventare inadempiente e quindi non essere più in grado di rispettare i suoi impegni con gli stakeholder; per il sistema economico si è in disagio finanziario quando una consistente parte degli speculatori diventa cosciente sul fatto che può svilupparsi una corsa speculativa alla liquidità con conseguenze disastrose per l'intero sistema.

2.2 La razionalità del mercato e degli operatori

I mercati sono razionali? L'autore nel cercare di spiegare la razionalità ha affermato che se la generazione di economisti più anziani sia portata ad affermare che la teoria sul funzionamento del sistema economico sia sbagliata per cui il mondo è irrazionale e l'unico modo di riconquistare la razionalità può essere soltanto se si riportasse il sistema a cambi fissi ottenuto con la cooperazione dei governi nazionali; la generazione più giovane di economisti afferma, invece, che tutti gli operatori del sistema devono aspettarsi che il sistema subisca le fluttuazioni, perciò la razionalità diventa un'ipotesi a priori.

Diventa utile chiedersi se gli individui sono degli operatori razionali: la relazione esistente fra razionalità e irrazionalità è complessa e molto profonda, si dovrebbe effettuare un'analisi psicologica degli individui e del loro modo di comportarsi, la razionalità è vista come un fattore "**personale**" poiché ogni soggetto ha una propria idea di razionalità. La **psicologia delle masse** in economia è vista come un'occasionale deviazione di un comportamento razionale, gli effetti che dimostrano questa affermazione sono vari, ad esempio l'**effetto Duesenberry** ovvero il comportamento di un paese diventa un modello comportamentale da seguire anche se sbagliato.

L'irrazionalità è per Minsky una forma attenuata di euforia dei mercati. Le euforie come già affermato in precedenza, sono determinate da uno spostamento, da una qualsiasi caratteristica strutturale del sistema, da un errore umano; un qualsiasi evento può essere in grado di determinare un aumento di fiducia nelle aspettative in merito all'andamento di una determinata attività.

La speculazione molto spesso si sviluppa in due stadi, nel primo stadio gli operatori del sistema reagiscono razionalmente a uno spostamento, nel secondo stadio, invece, i guadagni di capitale diventano determinanti, poiché inizialmente si ricerca un tasso di interesse elevato il quale diventerà in seguito secondario, perciò gli operatori saranno portati a cercare altri tassi di interesse più vantaggiosi determinando quindi un circolo vizioso che si trasformerà in mania.

Fra i vari esempi riportati dallo storico di bolle di sapone abbiamo:

- i. **South Sea Company Bubble:** Società Britannica nata dalla cooperazione fra privati e lo Stato, allo scopo di rilevare il debito pubblico e alla quale fu riconosciuto il monopolio delle tratte commerciali con le colonie del Sud America, tuttavia le remunerazioni della società non furono in grado di rispettare le aspettative indotte negli investitori, poiché ad essi furono promessi profitti irrealistici e con il coinvolgimento della Gran Bretagna nella Guerra di successione Spagnola non si poté sfruttare il monopolio sulle tratte commerciali.
- ii. **Panico del 1792:** Crisi Finanziaria di Marzo e Aprile, Banca di New York si trattò di una crisi dovuta dalla speculazione di William Duer e Alexander Macomb che tentarono di guidare i prezzi dei titoli azionari al rialzo, mentre i Livingstone tentavano di guidarli al ribasso, riescono nell'intento e causarono la corsa agli sportelli della banca. La corsa agli sportelli ebbe origine anche da comportamenti fraudolenti di attività bancarie basata sulle riserve che il segretario del tesoro avesse alimentato l'instabilità finanziaria.
- iii. **Panico del 1840:** Bolla Speculativa delle Ferrovie Britanniche in una prima fase, i progetti di realizzazione delle ferrovie furono venduti dai promotori come un bene dalla cui realizzazione gli uomini facoltosi si aspettavano un beneficio tale per cui non solo veniva restituita loro la quota inizialmente investita, ma si aspettavano un ulteriore beneficio da ogni successiva richiesta di pagamento; nella seconda fase i promotori si rivolsero a individui diversi dagli uomini facoltosi e ciò determinò lo sviluppo della bolla.
- iv. **Panico dei Banchieri di ottobre del 1907:** bolla speculativa del rame che portò alla crisi della Trust Company, ebbe inizio ad ottobre dopo il tentativo di manipolazione del prezzo delle azioni della United Copper Company. Le corse agli sportelli portarono in una sola settimana al collasso della Knickerbocker Trust Company. Il Dow Jones calò del 50% rispetto all'anno precedente, le corse agli sportelli dei risparmiatori provocarono il fallimento della National Bank of North America.

Come si nota dagli esempi riportati vi è la presenza di due gruppi di speculatori

che determinano un'asimmetria informativa del sistema economico poiché gli **insiders**, essendo in possesso di più informazioni, fanno aumentare i prezzi cercando di massimizzare il guadagno, una volta che il prezzo è aumentato decidono di vendere l'attività agli **outsiders**, i quali comprano al massimo valore per poi vendere al minimo quando gli insiders spingono il mercato al ribasso.

2.3 Il prestatore di ultima istanza

Come Minsky anche l'attenzione di Kindleberger si rivolse verso il Prestatore di ultima istanza, verso il ruolo da esso ricoperto e come esso possa agire contro le crisi. Una prima formulazione è stata fornita da Walter Bagehot (1873) con la teoria della Central Banking: la Banca Centrale è necessaria e ha un ruolo importante poiché dispone di ampie riserve che possono essere utilizzate nei momenti di crisi. Le diverse banche commerciali devono poter attingere a queste riserve per poter sopravvivere e superare il momento di shock. Egli pensava che il mondo finanziario fosse una parte importante per lo sviluppo di una nazione e quindi un efficiente sistema doveva comprendere: stabilità finanziaria, garantita da un sistema di pagamenti funzionante attraverso le relazioni interbancarie e le banche dovevano essere in grado di concedere prestiti, attraverso una efficiente organizzazione del credito. Le banche in caso di crisi non devono reagire chiudendo gli sportelli ma anzi devono fornire liquidità al sistema a un tasso di interesse appropriato.

Chi ricopre il ruolo di prestatore di ultima istanza, che può essere la Banca Centrale o lo Stato, assume un ruolo molto ambiguo e incerto: chi interviene lo dovrebbe far a regola d'arte poiché le regole generali che affermano a prescindere

che lo Stato debba sempre intervenire o che non lo dovrebbe mai fare possono essere considerate errate e non sufficienti a spiegare perché un sistema economico nazionale che si trovi in crisi, possa uscirne.

Nel chiedersi se la presenza di un prestatore di ultima istanza possa fare la differenza, l'autore prima di arrivare a rispondere al quesito, ha constatato che nella maggior parte delle crisi presentate fra il 1720 e 1975, la funzione svolta dal prestatore di ultima istanza fu quella di dare una risposta alle pressioni del mercato: il ruolo del prestatore non sempre è stato svolto efficientemente poiché le conseguenze di una depressione dipendono da una moltitudine di variabili e di fattori che incidono sugli investimenti di lungo termine, un esempio di variabile/fattore può essere l'esistenza di una frontiera o una domanda originata

dalla guerra.

Il prestatore di ultima istanza abbrevia le depressioni dovute alle crisi finanziarie: quando esso interviene, dopo il panico, si assiste a depressioni momentanee e transitorie che solo per un breve periodo deprimono l'economia segnando, a volte, il punto più basso del ciclo economico il quale è intervallato da una ripresa di circa due anni. Un esempio è stato la bolla della South Sea Company del 1720.

La South Sea Company fu una società per azioni fondata nel 1711 dalla co-operazione fra i poteri pubblici e i privati al fine di rilevare il debito pubblico, ad essa fu concesso il monopolio del commercio con le colonie spagnole del Sud America; però, quando la società fu creata, la Gran Bretagna fu coinvolta nella Guerra di Successione Spagnola non vi era, quindi, alcuna prospettiva realistica che il commercio avrebbe avuto luogo e che la compagnia avrebbe potuto realizzare un qualunque profitto significativo dal suo monopolio. Per finanziare l'operazione, la società emise in più volte proprie azioni le quali furono acquistate dal pubblico a fronte di un interesse pagato dallo Stato sul valore nominale del debito, ogni emissione di azioni però avvenne a prezzi sempre più elevati e sempre meno conveniente rispetto alle precedenti poiché il rapporto Utili/Prezzo delle Azioni diminuisce all'aumentare del prezzo delle azioni.

A Settembre del 1720 si manifestò la South Sea Company Bubble, causata dal raggiungimento del valore più alto delle azioni pari a £ 550 rispetto alle £ 100 iniziali, ad essa seguì poi il Bubble Act, atto approvato dal Parlamento britannico che vietava la libera costituzione di società per azioni subordinando la creazione delle società solo attraverso licenza reale. Il crollo delle quotazioni determinò effetti negativi per l'intero sistema economico nazionale e la rovina di molti investitori: i fondatori del sistema si dedicarono all'agiotaggio, una pratica oramai considerata reato, che consiste nel cambio di valore delle azioni, usando a loro vantaggio la conoscenza in merito a quando il debito nazionale sarebbe stato consolidato, per fare grandi profitti dall'acquisto in anticipo del debito stesso. Per sostenere la legge parlamentare necessaria per attuare il piano, ai politici furono dati ingenti somme di denaro.

Il denaro della Compagnia fu impiegato per la negoziazione di azioni proprie, agli acquirenti delle azioni furono concessi prestiti garantiti da quelle stesse azioni, in modo da acquistare altre nuove azioni selezionate. L'aspettativa di grande ricchezza dal commercio con il Sud America fu determinata per incoraggiare il pubblico ad acquistare azioni, nonostante la limitata probabilità che questo possa verificarsi di fatto. La tratta atlantica degli schiavi neri

d'Africa fu l'unico commercio che si realizzò, anche se la società non fu in grado di gestire questo commercio poiché sostenne dei costi superiori rispetto al guadagno realizzato. La Bolla della South Sea Company determinò anche l'avvio di un'inchiesta parlamentare allo scopo di rilevarne le cause; molti politici britannici caddero in disgrazia, e a coloro che trassero profitto illecitamente dalla compagnia furono confiscati i beni in proporzione ai loro guadagni.

La Banca d'Inghilterra agì come prestatore di ultima istanza, essa trattò per rilevare le azioni inizialmente al prezzo di 400 sterline per poi finire per rilevarle al prezzo di 135 quando anch'essa era vicina al collasso. La depressione durò un periodo di due anni, il picco più basso fu toccato nel 1722.

Un altro esempio importante da ricordare è la grande depressione del 1873-1895 partita da Vienna e poi diffusa in tutta Europa e in America.

L'avvio della crisi lo si fa risalire a quando la borsa viennese nel mese di maggio decise di vendere titoli a causa del timore di perdita dei risparmi da parte degli investitori; in America, la crisi arrivò a settembre con il fallimento della banca newyorkese Jay Cooke & Company, uno dei maggiori istituti statunitensi: in pochi mesi la produzione industriale degli Stati Uniti ebbe un calo di un terzo in quanto mancavano acquirenti, con un aumento a dismisura della disoccupazione.

La crisi si diffuse poi nel resto dell'Europa, specialmente in Gran Bretagna, Francia e Germania. La carenza sul lato della domanda provocò un improvviso calo del saggio dei prezzi, con una quantità sempre crescente di scorte di magazzino invendute che indussero i produttori ad avviare massicci licenziamenti nel settore industriale. La crisi ebbe avvio anche da una scarsa circolazione monetaria in una fase caratterizzata dall'entrata in vigore della convertibilità della moneta in oro (*gold standard*) in numerosi paesi industrializzati. Inizialmente si ebbe una crisi agraria la quale fu accompagnata da una crisi industriale, che determinarono riduzioni della domanda, profitti marginali calanti e scarsa circolazione monetaria anche se il prodotto interno lordo (PIL) complessivo si mantenne in crescita costante, senza mostrare cioè caratteri recessivi. La principale causa è stata fatta risalire al crollo di quelle industrie considerate fondamentali per il sistema economico.

Continuando nel suo elaborato, Kindleberger è portato a dire che non si riesce a dimostrare in modo esauriente se l'intervento del prestatore di ultima istanza attenua la depressione che segue una crisi perché i fattori da analizzare sono moltissimi e soprattutto quello che si dovrebbe analizzare sono le relazioni intercorrenti fra questi fattori.

Lo storico poi, si chiede se sia necessario un prestatore di ultima istanza che operi a livello sovranazionale, poiché le crisi internazionali hanno effetti maggiori e più significativi di quelle a livello nazionale: la sua risposta è affermativa perché i tassi di cambio valutario fanno aumentare l'esigenza della presenza di tale istituto.

Studi recenti di Fisher hanno mostrato che la presenza di un prestatore di ultima istanza è necessaria poiché le crisi finanziarie sono diventate più interconnesse, specialmente negli ultimi decenni con l'avvento di Internet e di tutti i nuovi mezzi di comunicazione, il che richiede un prestatore internazionale di ultima istanza in quanto i prestatori nazionali non possono creare valuta estera.

CAPITOLO TERZO

3.1 Avvio della Crisi e il suo scoppio nel 2007/2008

Nel 2006 negli Stati Uniti d'America si ebbe l'inizio della più grande crisi economica e finanziaria del mondo contemporaneo, dovuta all'esponenziale aumento dei prestiti/mutui subprime. Tra il 2000 e 2006, le banche americane avevano concesso ed erogato prestiti/mutui anche a soggetti ad alto rischio, i subprime, coloro che in passato sono stati insolventi e in casi più gravi hanno ricevuto anche avvisi di garanzia, pignoramenti e bancarotta.

Innanzitutto, ciò che spinse le famiglie americane a indebitarsi fu l'attrazione verso il positivo panorama economico antecedente la crisi perché convinti di poter adempiere agli obblighi contratti: si trattò, infatti, di una convinzione alimentata dalla riduzione del tasso sconto (tasso a cui le banche centrali prestano danaro alle banche commerciali), il quale sfiorò l'1% poiché l'obiettivo era quello di rilanciare l'economia statunitense in risposta alla bolla dot-com del 2000 e all'attacco alle torri gemelle del 11 settembre 2001. Le banche Commerciali presero, quindi, danaro a prestito a un costo irrisorio, concedendolo ad altri operatori a tassi d'interesse stracciati. I bassi tassi d'interesse e l'eccessiva fiducia verso il sistema economico determinarono un'alta richiesta di sovvenzionamenti da parte delle famiglie per poter acquistare una casa. Dal 2000 fino allo scoppio della crisi, gli spread (differenza di rendimento fra due attività dello stesso titolo e della stessa durata) sui crediti erano al minimo, poiché il prezzo delle case ebbe un aumento costante: per le banche era conveniente concedere prestiti perché si trattava di una attività remunerativa e poco rischiosa, che innescò quel meccanismo che portò le banche a concedere credito a chiunque, tra cui anche i subprime. Se le famiglie fossero state inadempienti il guadagno che la banca avrebbe ricavato sarebbe stato molto grande giacché può esercitare il diritto di pignorare l'immobile allo scopo di rivenderlo a un prezzo più alto rispetto all'ammontare del mutuo concesso.

Oltre alla presenza di bassi tassi d'interesse e della bolla immobiliare, ciò che spinse

le banche a concedere credito fu la possibilità di implementare processi di cartolarizzazione che permettono di trasferire i mutui trasformati in titoli a soggetti terzi e di recuperare nell'immediato buona parte del credito, che avrebbero riscosso solo alla fine del contratto: tale processo prevede che i mutui detenuti in portafoglio dalle banche vengano venduti a delle società finanziarie chiamate società veicolo, che a loro volta li smembrano e li assemblano in titoli cartolari, come gli Asset Backed Commercial Paper (ABCP, titoli a breve) o come gli Collateralised Debt Obligation (CDO) o per poi venderli sul mercato azionario. Il processo di cartolarizzazione, grazie allo sfruttamento della leva finanziaria, permette di prestare una quantità di denaro maggiore rispetto al capitale che si ha a disposizione, determinando di conseguenza un aumento spropositato dell'indebitamento.

Con l'aiuto di un esempio possiamo comprendere meglio tale meccanismo. Il processo di Cartolarizzazione ha inizio quando le banche vendono i mutui alle società veicolo, le quali suddivideranno i mutui e poi li risembreranno ad esempio sotto forma di CDO i quali verranno, quindi, venduti nel mercato finanziario/azionario con la promessa di pagamento dei relativi interessi una volta incassate le rate dei finanziamenti concessi. Tutto questo avviene perché quando i mutuatari devono ripagare la rata del mutuo con un tasso d'interesse ad esempio del 4.75%, l'importo viene incassato dalla società veicolo; la quale dovrà versare però un tasso d'interesse del 2.75% agli investitori che acquistarono i CDO, ricavando dalla differenza interessi riscossi-interessi pagati un profitto del 2%; inoltre l'attività di queste istituzioni finanziarie è "priva" di rischio, poiché il rischio viene trasmesso agli investitori una volta che essi acquistano i CDO.

Le agenzie di valutazione o chiamate anche agenzie di rating sono state fondamentali per la buona realizzazione del processo poiché emettendo un giudizio positivo, sono in grado di influenzare le scelte di investimento degli investitori poiché attratti dalla buona valutazione dell'attività, la quale viene connessa a una buona solidità e solvibilità della società emittente i titoli/attività. Affianco alle società di rating, troviamo anche le compagnie assicurative che introdussero nel mercato i Credit Default Swaps, CDS, uno strumento derivato che funge da polizza assicurativa sui titoli CDO: gli investitori infatti al fine di assicurare i CDO, acquistano i Credit Default Swaps, un quarto della remunerazione va alla compagnia assicurativa come mezzo di pagamento dell'assicurazione, nel caso in cui i CDO falliscano, la compagnia assicurativa emittente i CDS, restituisce il valore delle attività agli azionisti. Questo panorama sarebbe l'ideale se le compagnie assicurative accantonassero delle riserve per eventuali perdite, però questo non avviene perché l'attività della compagnia assicurativa non è sottoposta a una regolamentazione che imponga la tenuta di questi accantonamenti per eventuali perdite e inoltre non vi è l'obbligo di non vendita dei CDS anche a coloro

che non possiedono CDO, ovvero speculatori borsistici che iniziano a scommettere contro il buon fine dei CDO.

L'assenza di regolamentazioni ha reso il panorama economico statunitense ancor più complesso e pericoloso, le banche e altre istituzioni finanziarie, non essendo assoggettate a una rigorosa regolamentazione e a particolari vincoli legali, ricorrono a processi cartolarizzazione in modo incontrollato ed emettono mutui e titoli a loro correlati senza avere da parte eventuali somme per la loro copertura: il comportamento assunto dalle banche e dagli istituti creditizi fu quella di mero profitto, senza curarsi della crescita del rischio delle attività poiché esso venne scaricato in modo indiretto alla collettività, la quale non conoscendo la vera entità del rischio, si fidava delle istituzioni creditizie per accendere mutui e per acquistare i titoli derivanti da essi.

Sorge spontaneo chiedersi: perché la collettività si fida delle istituzioni creditizie? La collettività si fida perché le banche avevano abbassato il costo del denaro e lo avevano offerto facilmente con la scusa del buon andamento del panorama economico; le agenzie di rating furono pagate proficuamente per dichiarare i titoli sui mutui sicuri, inoltre, la facoltà di ciascun investitore di poter assicurare i medesimi con altri titoli emessi da apposite compagnie, ha invogliato il loro acquisto.

In una situazione simile, ben presto si genera il vero e proprio boom economico e borsistico in quanto le istituzioni offrono sempre più mutui e titoli provocando di conseguenza l'aumento costante e spropositato del prezzo di case e azioni, così come il loro acquisto.

Il vero problema si presenta quando si assiste ad un'inversione improvvisa causata dall'aumento dei tassi di sconto e di interesse causando di conseguenza difficoltà nel pagamento delle rate dei mutui. Il tasso di sconto riprende a salire innanzitutto perché le preoccupazioni relative alla bolla dot-com del 2000 e l'attacco terroristico del 11 settembre 2001 sono ormai lontane e la FED realizza che il ricorso agli strumenti derivati ormai è fuori controllo, per rallentare questo trend fu deciso di aumentare progressivamente il tasso di sconto che, secondo i dati della FED, dal 2% del giugno 2003 arriva al 4,50% dell'agosto del 2005 per poi proseguire ulteriormente fino a un massimo del 6% nel maggio del 2007. L'aumento del tasso di sconto determina l'aumento del tasso d'interesse, rendendo di conseguenza i finanziamenti più onerosi e impedendo ai mutuatari di adempiere al pagamento delle rate che erano fissate a un tasso d'interesse variabile, questo significa quindi che la variazione del tasso di sconto determina una variazione del tasso d'interesse applicato alle rate dei mutuatari. L'inadempimento degli oneri contrattuali da parte dei mutuatari causò il blocco dei flussi dei pagamenti basilari nel processo di

cartolarizzazione: le società veicolo, non incassando più le rate dei mutui, non riescono a pagare gli interessi dei CDO, il cui valore inizia a scendere drasticamente, facendo registrare ai possessori di queste attività perdite considerevoli. Con all'arresto del processo di cartolarizzazione, le società veicolo non sono più in grado di rivendere i CDO agli operatori, trovandosi di conseguenza prive di liquidità e impossibilitate a prendersi in carico altri mutui. La banca che non può più contare sull'acquisto dei prestiti da parte della società veicolo, per recuperare danaro pignora le case delle famiglie inadempienti, ricavando però cifre ridotte rispetto a quelle che aveva previsto poiché furono messe all'asta un numero consistente di immobili, determinando un aumento della loro offerta e un abbassamento del loro prezzo.

La situazione è grave, le banche che si trovano in difficoltà di liquidità sono costrette a chiedere prestito ad altre banche, le quali però sono restie a prestarlo poiché la crisi di liquidità ha generato una crisi di fiducia nel sistema economico. La spirale della crisi di liquidità e le perdite legate ai mutui portano, a partire dal 2007, al fallimento di alcuni dei più grandi imperi finanziari come ad esempio Lehman Brothers o Bear Stearns, ma tra il settembre e l'ottobre del 2008 l'economia subisce il colpo peggiore perché la forte stretta creditizia impedisce a famiglie e imprese di ricorrere a eventuali prestiti, il crollo dei prezzi delle case e delle borse ridusse i consumi e gli investimenti delle famiglie e il volume dell'attività edilizia: tutto questo determinò la caduta del Prodotto Interno Lordo nei principali paesi industrializzati e un notevole aumento della disoccupazione.

3.2 Confronto fra la crisi del 2007 e l'Ipotesi di Instabilità di Minsky

Nel paragrafo precedente sono stati descritti i principali eventi che determinarono l'avvio di una delle più grande crisi dell'epoca contemporanea, in questa seconda parte del capitolo verrà confrontata la Crisi del 2007-08 con l'ipotesi di Instabilità di H. Minsky.

Come già approfondito nel primo capitolo, è possibile notare che la percezione del rischio, inteso quale elemento personale, degli operatori svolge un ruolo fondamentale per l'andamento del sistema economico, se ad esempio, vi sono degli incentivi da parte dalle autorità o un periodo economico prospero, il rischio percepito dagli operatori diminuisce portandoli ad aumentare di conseguenza il loro indebitamento: questo avvenne nel 2006 poiché le banche e le famiglie attratte dal boom immobiliare e dall'abbassamento del costo del denaro generarono un'euforia

senza pari che portò le famiglie americane a sviluppare aspettative tanto ottimistiche da chiedere finanziamenti di cifre inimmaginabili e spinse le banche ad accogliere tali richieste; per via dell'euforia generale le famiglie americane sovra indebitate a un certo punto diventeranno inadempienti poiché non sono più capaci di restituire il debito. L'Inadempienza delle famiglie determinerà considerevoli perdite per le banche, le quali a corto di liquidità sono restie a concedere altro prestito, generando di conseguenza una stretta creditizia che conferma la teoria minskiana sulla moneta, in quanto la creazione della moneta è endogena alla banca, infatti nella fase espansiva del sistema economico la banca crea moneta anche in quantità superiore rispetto alle sue reali possibilità; nel caso della crisi del 2007-08 questo processo fu agevolato dal ricorso di strumenti finanziari derivati. Si tratta di un'ipotesi valida anche nel caso in cui il sistema economico si trovi in depressione poiché sono le banche a controllare il flusso di liquidità da immettere nel mercato.

L'andamento della crisi seguì quanto predetto da Minsky sul comportarsi e sulla sua diffusione, quello che, però, non si può prevedere sono gli effetti e la violenza con cui si manifesteranno in quanto il modello di Minsky è formulato su una versione del capitalismo differente dalla concezione odierna del capitalismo. Il capitalismo analizzato da Minsky durante il periodo in cui formulò la teoria di instabilità finanziaria è incentrato prevalentemente sull'operato di banche e imprese non finanziarie e in misura limitata anche all'attività borsistica e speculativa.

Il capitalismo odierno, detto Money Manager Capitalism, riconosce un ruolo importante anche alle imprese finanziarie e ad altri operatori privati, come famiglie e investitori: questi soggetti sono, molto più che in passato, all'esasperata ricerca di facili guadagni che possono ottenere mediante il ricorso, anche esagerato, a processi di cartolarizzazione e all'investimento in titoli finanziari di vario genere. Questo mutamento degli operatori del sistema ha determinato l'assunzione di un ruolo marginale delle imprese non finanziarie.

Perché le imprese finanziarie hanno assunto un ruolo così importante in questa nuova fase del capitalismo? Innanzitutto la teoria minskiana teneva in considerazione un modello di business bancario conosciuto come il “**originate-and-hold**”, il quale prevedeva che la banca emittente dei prestiti li mantenesse in bilancio fino alla loro scadenza, preoccupandosi di accantonare capitale per far fronte all'eventuale mancata restituzione. Ciò significa che al tempo le banche erano molto prudenti nell'assegnare finanziamenti poiché correvano il rischio di non restituzione da parte del debitore. Oggi si è passati al modello “**originate-to-distribuite**”, il quale è orientato al mero guadagno: l'intermediario emette prestiti nei confronti dei richiedenti ma ha la facoltà, sfruttando le tecniche di cartolarizzazione dal nuovo sistema, di trasferire il debito alle imprese finanziarie, recuperando utili, smaltendo i rischi connessi ai titoli e ricominciando pertanto a

fare nuovo credito.

Le imprese finanziarie comprano i mutui molto spesso tossici offerti dalle banche che associano a una grande fonte di guadagno: una volta acquistati i mutui, sono trasformati in titoli che rivendono alla collettività, scaricando di conseguenza il rischio del titolo su di essa, con la promessa di remunerare gli interessi una volta onorate le rate da parte dei mutuatari. Questo cambiamento del panorama finanziario ha determinato nelle banche un cambiamento comportamentale che aspirano al guadagno, il quale deriva dalla vendita dei mutui alle società finanziarie: si tratta di una situazione pericolosa che viene peggiorata dalla deregulation, ovvero tutti possono fare ciò che vogliono senza limitazioni e tutti possono mettere a repentaglio il sistema pur di accumulare ricchezza.

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

In conclusione la teoria di instabilità finanziaria si mostra ancora efficace nello spiegare il corso delle crisi economiche, tuttavia tale teoria dev'essere adeguata al contesto economico ogniqualvolta questo cambi. Nel caso della crisi del 2007, la teoria non considera l'avvento del Money Manager Capitalism e tutte le novità che ne derivano. Il Money Manager Capitalism antepone, come mai prima, l'arricchimento alla ricerca di stabilità e sicurezza, introduce a tale scopo innovazioni finanziarie, talvolta pericolose, riducendo il ruolo delle banche, esponendo ed ampliando le imprese finanziarie; questa nuova concezione del capitalismo sposta il suo interesse sempre più verso l'universo borsistico e finanziario, che rende il capitalismo ancora più instabile e fragile.

Bibliografia e Sitografia

BIBLIOGRAFIA

- Minsky H.P. “Can it happen again?”, 1981
- Kindleberger C.P. “Euforia e Panico, Storia delle crisi finanziarie”, 1987

SITOGRAFIA

- <http://www.marcopassarella.it/wp-content/uploads/slide-lezioni-parte-4-varese.pdf> consultato in data 29 settembre 2019
- <https://ilmanifesto.it/hyman-minsky-il-profeta-della-miseria-in-mezzo-allopulenza/> consultato in data 04 ottobre 2019
- http://temi.repubblica.it/micromega-online/hyman-minsky-e-la-crisi/?refresh_ce consultato in data 05 ottobre 2019
- https://it.wikipedia.org/wiki/Hyman_Minsky consultato in data 06 ottobre 2019
- http://www.treccani.it/enciclopedia/crisi-finanziaria_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/ consultato in data 07 ottobre 2019
- https://it.wikipedia.org/wiki/Crisi_finanziaria consultato in data 07 ottobre 2019
- <https://st.ilsole24ore.com/art/economia/2013-04-22/europe-depression-152235.shtml?uuid=AbUuONpH> consultato in data 16 ottobre 2019
- <http://economics.mit.edu/faculty/kindleberger/> consultato in data 16 ottobre 2019
- https://en.wikipedia.org/wiki/Charles_P._Kindleberger consultato in data 16 ottobre 2019
- https://en.wikipedia.org/wiki/Hegemonic_stability_theory consultato in data 16 ottobre 2019
- <http://www.novecento.org/dossier/le-grandi-crisi-del-mondo-contemporaneo/la-crisi-del-2008/> consultato in data 22 ottobre 2019
- <https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/dossier/Economia%20e%20Lavoro/2009/lezioni-per-il-futuro/mondo-dopo-crisi/tappe->

[crisi.shtml?uuid=6704b6b8-3bb4-11de-b2ec-86a4cf51edfb](#) consultato in data 23 ottobre 2019

- <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009> consultato in data 24 ottobre 2019
- https://it.wikipedia.org/wiki/Grande_recessione consultato in data 25 ottobre 2019
- https://it.wikipedia.org/wiki/Crisi_dei_subprime consultato in data 26 ottobre 2019
- https://it.wikipedia.org/wiki/South_Sea_Company consultato in data 26 ottobre 2019
- https://it.wikipedia.org/wiki/Bolla_immobiliare consultato in data 26 ottobre 2019
- https://it.wikipedia.org/wiki/Bolla_speculativa consultato in data 26 ottobre 2019

Ringraziamenti

Grazie a tutti coloro che mi sono stati a fianco in questo viaggio.