



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**L’INSTABILITÀ FINANZIARIA DALLE
TEORIE DI MINSKY E
KINDLEBERGER FINO AD OGGI**

**THE FINANCIAL INSTABILITY
FROM THE THEORIES OF MINSKY
AND KINDLEBERGER TO
NOWADAYS**

Relatore:

Prof. Giulia Bettin

Rapporto Finale di:

Sofia Baiocco

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

INTRODUZIONE	5
1. L'INSTABILITÀ FINANZIARIA SECONDO MINSKY	7
1.1 INTRODUZIONE AL PENSIERO DELL'AUTORE	7
1.2 LA NATURA MUTEVOLE DEI CICLI ECONOMICI AMERICANI	10
1.3 L'INSTABILITÀ DEL CAPITALISMO	17
1.4 "L'ECONOMIA DEL DISASTRO"	18
1.5 CONCLUSIONI SUL PENSIERO DI MINSKY.....	21
2. KINDLEBERGER E LA SUA "STORIA SULLE CRISI FINANZIARIE"	23
2.1 LE MANÈ SPECULATIVE.....	24
2.2 LA SCOPERTA DELLE TRUFFE	25
2.3 LA QUIETE PRIMA DELLA TEMPESTA	26
2.4 LA TEMPESTA	28
2.5 I RIMEDI AL PANICO.....	28
2.5.1 Lasciare libero il mercato	28
2.5.2 Altri accorgimenti	29
2.5.3 Il prestatore di ultima istanza.....	30
2.5.4 I problemi del prestatore di ultima istanza.....	31
3. L'IRRAZIONALITÀ NELL'ECONOMIA	34
3.1 L'EFFETTO GREGGE	34
3.1.1 Le cascate d'informazioni.....	35

3.1.2 Il contagio epidemico.....	36
3.2 LA DISSONANZA COGNITIVA	38
4. GLI INTERVENTI ANTICRISI.....	40
4.1 REGOLAMENTAZIONE VS LIBERALIZZAZIONE.....	40
4.2 LE MISURE PREVENTIVE.....	42
4.2.1 Le misure preventive riguardanti la gestione.....	43
CONCLUSIONE.....	44

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni le crisi finanziarie hanno mostrato una maggiore frequenza e gravità, sia nelle economie emergenti che nei paesi industrializzati, pesando notevolmente sul debito pubblico per via degli interventi di salvataggio bancario. Soprattutto dopo lo scoppio della bolla immobiliare degli USA e il conseguente contagio a livello internazionale, le autorità di politica monetaria hanno elaborato una serie di indicatori preventivi. Tuttavia prima della crisi globale del 2007, le teorie sull'ipotesi di instabilità finanziaria restarono a lungo oscurate dalle teorie tradizionali. Il merito di Minsky sta proprio nell'aver formulato un'ipotesi sull'instabilità finanziaria nel 1982, annunciando le dinamiche che avrebbero reso concreta una nuova crisi. La tesi in questione riguarderà l'instabilità finanziaria, in particolare cercando di capire che cosa significa, quali sono i campanelli d'allarme e come si possono evitare le crisi. Nello specifico ho analizzato il pensiero di due economisti della fine del Novecento: Hyman Minsky e Charles P. Kindleberger che, partendo dallo studio della Grande Depressione degli anni '30, sostengono la teoria di un andamento ciclico dell'economia. Dopo una fase di boom economico segue una recessione e, se le istituzioni non intervengono per tempo, una crisi finanziaria. Nel primo capitolo approfondirò il pensiero di Minsky dopo aver letto una delle sue opere più rilevanti: "Potrebbe ripetersi?"

Instabilità e finanza dopo la crisi del '29"¹. L'autore sottolinea l'incertezza intrinseca nel nostro sistema, che spinge l'economia a detenere moneta in forma liquida e la fragilità del sistema finanziario proprio per la tendenza alla speculazione dell'economia capitalistica. Successivamente darò rilievo allo scritto di Kindleberger "Storia delle crisi finanziarie"² che, in linea col pensiero di Minsky, sostiene che le crisi finanziarie siano associate a periodi di espansione economica. Inoltre Kindleberger afferma che l'economia nelle fasi di espansione si getta a capofitto in nuove opportunità di guadagno in modo totalmente irrazionale, argomenti cardine dell'*economia comportamentale*. Questa branca dell'economia descrive i fenomeni finanziari applicandovi i principi della psicologia; alla base c'è il fatto che gli individui si sbagliano continuamente, così spesso che è possibile prevedere gli errori e costruire modelli di comportamento. Infine parlerò dei vari interventi attuabili dallo stato e dalle banche per evitare un vero e proprio crollo finanziario e, nel caso in cui questo si verifici, quali misure potrebbero sanare la situazione.

¹ Minsky, Hyman P. et al. *Potrebbe Ripetersi?: instabilità e Finanza Dopo La Crisi Del '29*. Giulio Einaudi Editore, 1984.

² Kindleberger, C. *Storia Delle Crisi Finanziarie*. Laterza, 1991.

1. L'INSTABILITÀ FINANZIARIA SECONDO MINSKY

Dare una definizione di crisi finanziaria sembrerebbe banale, ma non è affatto facile, tanto che Kindleberger la definisce “una bella donna”: “difficile da descrivere ma chiaramente riconoscibile quando la si incontra”³. Se assumiamo quanto detto da Goldsmith la crisi finanziaria è “un breve e brusco deterioramento extraciclico di tutti gli indicatori finanziari o della maggior parte di essi- tassi d'interesse a breve termine, prezzi delle varie attività (azioni, beni immobili, terre) insolvenze commerciali e fallimenti di istituzioni finanziarie”.

La crisi finanziaria rappresenta l'estremo verso il basso del ciclo economico che individua Minsky, e che approfondiremo nel dettaglio in seguito: una fase di tranquillità incoraggia l'economia ad assumere maggiori rischi, il che porta ad un periodo instabilità in cui i rischi si traducono in perdite e, se non intervengono lo Stato o la Banca Centrale, in crisi finanziarie; a questo punto gli agenti hanno un atteggiamento avverso al rischio, intraprendono attività meno rischiose e ripristinano la stabilità, si creano quindi le basi per il boom successivo.

1.1 INTRODUZIONE AL PENSIERO DELL'AUTORE

Hyman Philip Minsky (1919-1996) era un economista statunitense celebre per le sue teorie sull'instabilità finanziaria e sulle cause delle crisi dei mercati. L'insegnamento centrale di Minsky è che l'economia capitalistica va studiata

³ Kindleberger, C. *Storia Delle Crisi Finanziarie*. Laterza, 1991.

come insieme di flussi monetari. “Minsky considera il capitalismo tutto anarchia, speculazione e sregolatezza”⁴. L’autore si chiede se la grande crisi del ’29 potrebbe ripetersi. La risposta che da è aperta e articolata ma un punto fermo è che non ci si può fidare ciecamente del mercato lasciato a se stesso e che un intervento di regolazione pubblica è necessario. L’autore si discosta dalla dottrina monetarista, all’epoca dominante, che sosteneva lo smantellamento di ogni regola per ritornare alla piena libertà del mercato. Si discosta inoltre, dalla scuola keynesiana secondo cui un insieme ben articolato di misure può produrre un soddisfacente funzionamento del mercato. L’autore infatti non identifica l’intervento delle istituzioni come la fine di ogni male, piuttosto riconosce il costo di interventi di finanziamento dell’economia in termini di inflazione e disoccupazione. Inoltre Minsky sostiene la necessità di modificare gli impieghi dei fondi pubblici, questi andrebbero spesi per sostenere le attività produttive, finanziando la ricerca ed il progresso tecnologico. Una spesa pubblica in questa direzione stimolerebbe l’investimento privato stabilizzando anche l’occupazione. Minsky ripercorre la storia dopo la crisi del ’29 ed evidenzia, negli anni seguenti, la costante paura da parte dell’economia di un’altra grande depressione. Soltanto quando questi timori vennero sostituiti dall’ottimismo le famiglie, le imprese e le istituzioni si indebitarono maggiormente. Tanto che vi furono varie turbolenze

⁴ Def. di Augusto Graziani nel libro di Minsky H. *Potrebbe Ripetersi?: instabilità e Finanza Dopo La Crisi Del '29*. Giulio Einaudi Editore, 1984.

finanziarie a partire dal 1966, dopo periodi di rapida espansione del finanziamento a breve termine.

L'autore analizza la struttura finanziaria della nostra economia partendo dal concetto di investimento, ovvero dal prendere e dare a prestito. La relazione tra le entrate di contante e gli impegni di pagamento determina l'andamento degli investimenti e di conseguenza dell'occupazione, della produzione e dei profitti. Minsky definisce il finanziamento ultraspeculativo come un "rapporto di finanziamento in cui il debito totale a breve termine aumenta perché l'interesse delle somme prese a prestito in precedenza eccede il reddito ottenuto dalle attività". Un ricorso crescente a tale forma di finanziamento porterà inevitabilmente ad una crisi finanziaria o alla necessità di un rifinanziamento di soccorso per evitarla. Nel dopoguerra, man mano che aumentava la durata del periodo senza gravi depressioni, aumentò il ricorso ai finanziamenti speculativi e ultraspeculativi. L'autore sottolinea il fatto che non si è verificata una grave depressione solo per la disponibilità della Riserva Federale di intervenire come prestatore di ultima istanza e per i disavanzi del settore pubblico. Man mano che l'economia ricorrerà a finanziamenti a breve termine, per rifinanziare il debito precedentemente contratto, aumenteranno i tassi d'interesse a breve e a lungo termine causando una riduzione del valore dei beni capitali. Si innesca un effetto domino: la riduzione del valore dei beni capitali riduce gli investimenti, la crescita dei tassi d'interesse comporta costi maggiori nella detenzione di attività

finanziarie e, di conseguenza, minori profitti. Profitti inferiori metteranno in pericolo la liquidità e la solvibilità di imprese e istituzioni finanziarie. Se le istituzioni non agiscono da prestatori di ultima istanza, allora vi saranno fallimenti a catena.

Altro ruolo importante lo gioca il settore pubblico che, mentre negli anni '20 era di dimensioni limitate, dopo la seconda guerra mondiale sostenne la domanda di famiglie ed imprese aumentando la spesa pubblica o riducendo le imposte. Questo comporta un maggiore disavanzo del settore pubblico, ovvero uno squilibrio nel bilancio dello stato. La combinazione tra i rifinanziamenti del prestatore di ultima istanza e l'effetto stabilizzante sui profitti esercitato dai disavanzi del settore pubblico spiega come mai dopo la seconda guerra mondiale fino ai tempi in cui scriveva Minsky non si è verificata alcuna depressione profonda.

Minsky, già dall'introduzione, conduce un'aspra critica al capitalismo sostenendo che finché l'economia sarà capitalistica vi saranno crisi. L'unico modo per avvicinarsi alla tranquillità è un maggiore impegno dello stato nel sostegno dell'educazione e della ricerca, piuttosto che nel sostegno del consumo, questo farà aumentare gli investimenti privati.

1.2 LA NATURA MUTEVOLE DEI CICLI ECONOMICI AMERICANI

La tesi alla base del libro è che per capire l'andamento dell'economia americana, bisogna comprendere il modo in cui la struttura finanziaria viene influenzata dal

comportamento dell'economia e lo influenza a sua volta. Quando il sistema è tranquillo e stabile, l'economia modifica la propria struttura finanziaria, aumentando l'instabilità all'interno del sistema. Come avvenne in America dopo la Grande depressione degli anni '30. Le fasi che si susseguono in un ciclo economico sono: (1) inflazione crescente, (2) crisi finanziaria, (3) riduzione del reddito, (4) intervento dello stato attraverso il suo bilancio e intervento del prestatore di ultima istanza, (5) frenata della fase discendente e (6) espansione. L'espansione poi, ricondurrà alla prima fase.

L'instabilità finanziaria è determinata dal rapporto tra le fonti e le uscite di contanti per le varie unità economiche. Nella nostra economia gli impieghi sono caratterizzati da beni capitali complessi, costosi e durevoli mentre le fonti sono rappresentate da partecipazioni azionarie, prestiti bancari, obbligazioni, ipoteche, contratti di affitto e rendite. Come l'autore afferma "ogni strumento finanziario viene creato scambiando moneta oggi contro gli impegni di pagare moneta domani"⁵. Queste transazioni dipendono da un futuro intrinsecamente incerto che porterà alle unità economiche possibili guadagni oppure perdite.

Minsky classifica 3 diverse situazioni finanziarie in relazione ai rapporti tra fonti e impieghi di imprese, famiglie e unità del settore pubblico: la posizione finanziaria coperta, speculativa e ultraspeculativa. La stabilità della struttura finanziaria di

⁵ Minsky, Hyman P. et al. *Potrebbe Ripetersi?: instabilità e Finanza Dopo La Crisi Del '29*. Giulio Einaudi Editore, 1984.

un'economia dipende dalla loro combinazione. Quante più posizioni coperte, vi saranno tanto più stabile sarà il sistema, mentre un peso crescente delle posizioni speculative e ultraspeculative comporterà un'instabilità crescente.

Partendo dalle imprese, le entrate devono rispondere ai costi correnti del lavoro e dei materiali, al capitale di credito e gli interessi sui debiti, alle imposte sul reddito e al reddito dei proprietari. È necessario tenere in considerazione l'incertezza del futuro e comprendere se la redditività futura del settore dell'impresa può sostenere le decisioni finanziarie prese quando venne realizzata la struttura dei beni capitali dell'impresa. Un'impresa si troverà in posizione coperta se, ad una certa data, il reddito lordo da capitale eccede con un certo margine gli impegni di pagamento dei debiti. Mentre si troverà in una posizione speculativa se in certi periodi gli impegni di pagamento eccedono il reddito lordo da capitale atteso. La speculazione consiste nel fatto che, quando è necessario, il rifinanziamento sarà ottenibile. Occorre precisare che la somma degli impegni di pagamento è minore della somma delle entrate di contante ma, in certi periodi, gli impegni di pagamento sono maggiori delle entrate di contante attese, si hanno perciò dei disavanzi. Un'unità si trova quindi in posizione speculativa se ha disavanzi di cassa a breve termine e avanzi di cassa in periodi successivi. Le posizioni speculative sono vulnerabili su tre fronti: il primo consiste nel fatto che esse devono fronteggiare il mercato quando rifinanziano il debito, per cui una crescita dei tassi d'interesse comporta maggiori impegni di pagamento; il secondo è che la

crescita dei tassi d'interesse comporta una riduzione del valore di mercato delle attività; il terzo è la riconsiderazione delle strutture di debito accettabili. Gli speculatori esistono sempre, diventano pericolosi quando la loro attività si espande oltre misura. La responsabilità della fragilità finanziaria va quindi ricercata altrove: sono soprattutto le istituzioni finanziarie che stabiliscono in quale misura concedere agli speculatori i fondi richiesti, ed è la regolamentazione dei mercati finanziari che ne indirizza l'azione e ne fissa i limiti. L'ultimo tipo di posizione è quella di tipo ultraspeculativo; le unità in questa posizione si comportano analogamente alla posizione speculativa con l'aggiunta che per molti, se non per tutti i periodi a breve scadenza gli impegni di pagamento non sono coperti dalle entrate. Queste unità devono quindi prendere a prestito, facendo crescere il loro debito, per poter pagare gli interessi sui debiti. Le posizioni ultraspeculative non possono resistere a lungo, data la riluttanza a finanziarle. Come detto precedentemente, la stabilità della struttura finanziaria dipende dalla combinazione delle suddette posizioni. In un periodo economicamente favorevole il peso del debito a breve termine aumenta mentre il peso del contante diminuisce, di conseguenza cresceranno le posizioni speculative e ultraspeculative. Questi mutamenti possono portare il valore dei debiti a superare il valore capitalizzato delle entrate eccedenti, si genera, quindi, instabilità nel sistema. L'instabilità conduce a 2 conseguenze: la prima è il crollo dei valori delle attività, per via dell'aumento del costo del debito e la necessità di somme sempre maggiori; la

seconda consiste nella riduzione del reddito lordo da capitale perché sono cadute le determinanti dei profitti.

Continuando l'analisi con l'unità economica della famiglia, la sua struttura finanziaria è caratterizzata dal reddito disponibile (la componente principale sarà il reddito salariale) e gli impegni di rimborso del debito. I debiti delle famiglie possono essere pienamente ammortizzati, parzialmente ammortizzati o non ammortizzati. Il primo caso presuppone che gli impegni di pagamento siano minori dei redditi salariali attesi, si tratta quindi di una posizione finanziaria coperta. Con i contratti parzialmente ammortizzati o non ammortizzati in certi periodi le famiglie dovranno effettuare pagamenti che eccedono le entrate. I contratti parzialmente ammortizzati si identificano come posizioni finanziarie speculative. Alcune forme di debito, come quello ipotecario, possono assumere posizioni ultraspeculative quando il reddito effettivo è inferiore rispetto al reddito salariale incrementato di eventuali sussidi.

Le unità del settore pubblico hanno anch'esse impegni di pagamento dei debiti, i quali verranno rispettati mediante le imposte o con somme prese a prestito. Le unità del settore pubblico spesso si trovano in posizione speculativa rinnovando il debito a breve termine. Tuttavia le politiche finanziarie dello stato non sono generalmente ciò che determina l'instabilità, anche se una cattiva amministrazione potrebbe condurre a posizioni ultraspeculative.

Minsky, in maniera molto chiara, risponde ad un interrogativo chiave che si era posto all'inizio del libro, ovvero perché dal 1946 fino agli anni '80 non ci sia stata una grande depressione. La risposta va ricercata proprio nel ruolo rilevante del settore pubblico, che ha impedito ai profitti di crollare come nel 1929-1933. Nella pratica lo stato agiva come compratore di beni e servizi, per sostenere i profitti delle imprese, e come fornitore di passività altamente sicure per i mercati finanziari (*high-grade default-free*). Il secondo motivo per cui dopo il 1946 non vi è stata una grave depressione è proprio per l'intervento della FED, negli Stati Uniti, come prestatore di ultima istanza. Inoltre dopo la seconda guerra mondiale il regime finanziario vigente era conservatore; una crisi finanziaria non poteva svilupparsi in un'economia in cui le attività protette delle banche, prevalentemente debito pubblico, erano più del 60% delle passività totali. Anche i bilanci delle famiglie e imprese propendevano per la liquidità, i loro portafogli erano tali da soddisfare prontamente le esigenze di pagamento. Tutto questo, come ci dice l'autore, porta alla stagflazione che è "il prezzo che paghiamo per il successo che abbiamo conseguito nell'evitare una grande o grave depressione"⁶. Per stagflazione si intende quella condizione economica in cui i prezzi tendono ad aumentare, sebbene la crescita economica rallenti o, addirittura, ci si trovi in una fase di recessione. Le misure adottate dagli anni '60 per arrestare la deflazione da

⁶ Minsky, Hyman P. et al. *Potrebbe Ripetersi?: instabilità e Finanza Dopo La Crisi Del '29*. Giulio Einaudi Editore, 1984.

debiti sono state responsabili della progressiva crescita dei tassi di inflazione, mentre il crescente ricorso al debito ha accorciato l'orizzonte temporale delle imprese. La conclusione è che l'andamento economico ha contribuito a favorire la speculazione di breve periodo più che lo sviluppo di lungo periodo dell'economia. La soluzione a questi problemi viene individuata da Minsky nella riforma della struttura economica, in modo da ridurre l'instabilità dovuta al forte peso del debito.

Se si analizza il decennio successivo al 1966, è possibile notare che durante questo periodo la minaccia di una crisi finanziaria si è presentata per ben 3 volte (1966, 1970 e 1974). L'instabilità finanziaria è dovuta a fenomeni che regolarmente caratterizzano la nostra economia e che si sono sistematicamente verificati prima della seconda guerra mondiale. L'anomalia consiste nei vent'anni successivi alla seconda guerra mondiale in cui non vi furono germi di crisi finanziarie. Questo fatto però, si spiega con l'estrema solidità della struttura finanziaria risultante da una guerra, che avvenne, tra l'altro, dopo una grande depressione. L'autore giunge alla conclusione che le crisi finanziarie sono eventi sistemici e che, dalla metà degli anni '60, il comportamento storico incline alla crisi di un'economia con istituzioni finanziarie capitalistiche si è riaffermato. Inoltre l'unico motivo per cui in questo periodo non vi sono state crisi finanziarie è per l'ingente intervento della FED, che però, dall'altro lato ha comportato un'inflazione crescente. Una frase che denota senza mezzi termini il pensiero

dell'autore è la seguente: “l'instabilità che sta alla base di un'economia capitalistica è la tendenza a trasformare una situazione fiorente in un boom di investimento speculativo”⁷.

1.3 L'INSTABILITÀ DEL CAPITALISMO

Un'economia capitalistica è instabile per le forze endogene che riflettono i processi di finanziamento della produzione e degli investimenti. Gli investimenti dipenderanno sia dalle aspettative imprenditoriali sui flussi di liquidità che dalle aspettative dei banchieri riguardo la solvibilità delle passività emesse. Questa possibilità è a sua volta connessa alla realizzazione delle aspettative riguardanti la produzione e il rendimento atteso dei beni capitali impiegati.

Da questo ragionamento si evince l'idea di fondo riguardante l'instabilità intrinsecamente connessa al capitalismo. Infatti secondo l'autore gli investimenti costituiscono la variabile più instabile poiché le aspettative che i banchieri formulano si collocano in uno scenario dominato dall'incertezza, da questo ne deriva la costante precarietà e mutevolezza delle decisioni effettuate. D'altra parte anche gli imprenditori stessi sono caratterizzati dall'incertezza riguardo i rendimenti attesi dei propri investimenti. Le curve di domanda e offerta degli investimenti dipenderanno dalle opinioni dei soggetti debitori e finanziatori: in

⁷ Minsky, Hyman P. et al. *Potrebbe Ripetersi?: instabilità e Finanza Dopo La Crisi Del '29*. Giulio Einaudi Editore, 1984.

una situazione di boom economico imprenditori e banchieri sono presi da un clima di euforia e attribuiscono scarso peso al rischio connesso alle attività.

Così i banchieri concederanno più prestiti e a condizioni più favorevoli per l'economia mentre gli imprenditori saranno più propensi ad investire finanziandosi con fonti esterne all'impresa (riducendo quindi il ricorso all'auto finanziamento). Viceversa in una situazione di crisi gli imprenditori evitano il ricorso all'indebitamento e utilizzano persino parte dell'autofinanziamento per consolidare le passività a breve termine piuttosto che aumentare gli investimenti (deflazione da debito).

Seppure il capitalismo sia per propria natura instabile, la crisi finanziaria non è tuttavia l'unico sbocco, infatti grazie all'intervento di autorità finanziarie o pubbliche è possibile evitarla ed evitare anche la conseguente depressione economica.

1.4 “L'ECONOMIA DEL DISASTRO”

Occupiamoci ora dell'analisi del ciclo economico nel dettaglio, o meglio, come lo definisce l'autore, “l'economia del disastro”⁸. Come già accennato, il ciclo economico inizia con una fase di euforia che consiste in un boom degli investimenti, una disposizione delle passività meno difensive e più rischiose, che

⁸ Minsky, Hyman P. et al. *Potrebbe Ripetersi?: instabilità e Finanza Dopo La Crisi Del '29*. Giulio Einaudi Editore, 1984.

in passato sarebbero state negate, una riduzione della liquidità in portafoglio in favore di attività più remunerative e una crescita dei tassi d'interesse di mercato. Occorre considerare l'economia come un ciclo continuo per cui un boom euforico è influenzato dall'eredità finanziaria di un periodo precedente più insicuro. Tutto sommato il periodo euforico è di breve durata, si arresterà quando le aspettative cambieranno ed i prezzi ed i tassi d'interesse si ridurranno. In una fase di boom le unità finanziarie hanno bisogno o desiderio di maggiori flussi di contante e per ottenerlo ricorrono a modi insoliti. Generalizzando quasi tutti gli impegni finanziari vengono soddisfatti da due fonti normali di liquidità: i flussi di reddito e il rifinanziamento di posizioni. Il rifinanziamento consiste nel far fronte alle passività emettendo nuove passività. Tuttavia esistono fonti di contante che consistono nel liquidare (disfarsi alla scadenza o vendere) posizioni. L'instabilità finanziaria si manifesta ogni qual volta un grande numero di unità ricorre a fonti straordinarie di contante. Per individuare i punti di stabilità di un'economia occorre partire dall'instabilità e capire quali sono le cause di tale instabilità. Gli shock che il sistema finanziario può subire possono dipendere: da un calo globale del reddito e da una grave difficoltà finanziaria di un'unità dovuta ad un errore di gestione. Non tutte le recessioni o i fallimenti finanziari di grandi unità portano necessariamente ad una crisi o al panico. Perché tali eventi portino ad una crisi è necessario che l'ambiente finanziario sia favorevole. L'ambiente finanziario dipende essenzialmente dal settore pubblico e dalle disposizioni della Banca

Centrale. Quando si verifica un calo del reddito il rapporto impegni finanziari-reddito aumenterà e tenderà a mettere in difficoltà le unità economiche. Le unità con un reddito diminuito venderanno le loro posizioni per sopperire agli impegni finanziari; questo incide negativamente sulle altre organizzazioni inizialmente abbastanza liquide o solvibili e ha un effetto destabilizzante sui mercati finanziari poiché comporterà un declino dei prezzi delle attività e dei flussi di reddito. Le banche vengono viste diversamente dalle famiglie e dalle imprese, un loro fallimento avrà gravi ripercussioni per le altre unità, dato che moltissimi agenti detengono passività di queste istituzioni in misura maggiore rispetto alle passività del settore privato. Per questo motivo, un elemento di grande criticità che può aggravare le condizioni finanziarie, fino a condurre all'instabilità e alla crisi, è proprio l'instabilità delle istituzioni finanziarie. Quando l'instabilità finanziaria sfocia in crollo, sarà compito della Banca Centrale intervenire come prestatore di ultima istanza. Se però, gli interventi del prestatore di ultima istanza non sono accompagnati da riforme che favoriscono la regolamentazione e limitano le pratiche nel mercato finanziario, l'intervento prepara il terreno per un'espansione inflazionistica. La Banca Centrale può arrestare il processo inflazionistico solo lasciando fallire alcune unità economiche che, non venendo ritenute idonee per il finanziamento, vendono attività provocando il collasso dei valori delle attività. Le condizioni di disordine e i diffusi fallimenti sul mercato determinano l'intervento del prestatore di ultima istanza. Tuttavia l'intervento della Banca Centrale e i

disavanzi dello stato mettono le basi per l'espansione inflazionistica successiva. La domanda che sorge spontanea è se esista un'alternativa a questo ciclo in cui le misure volte ad attenuare l'inflazione portano a una deflazione da debiti e ciò che si fa per arrestare una deflazione scatena l'inflazione. Se si vuole arrestare quello che l'autore chiama "ciclo delle delusioni" sono necessarie riforme strutturali di grande portata. La soluzione che promuove Minsky, seppur ancora molto generica, sostiene la necessità di una ristrutturazione del sistema finanziario in modo da promuovere organizzazioni più piccole e semplici che siano orientate al finanziamento diretto.

1.5 CONCLUSIONI SUL PENSIERO DI MINSKY

Un portafoglio riflette le preferenze in termini di attività e passività formulate dagli individui in condizioni di incertezza. Inoltre le aspettative e la propensione al rischio sono influenzati dal successo e dall'insuccesso dell'economia: in periodi di euforia diminuisce l'avversione al rischio, in periodi di cattivo andamento dell'economia aumenta l'avversione al rischio. Gli eventi drammatici, come le crisi finanziarie, hanno rapidi effetti sui gusti per l'incertezza, sebbene esista un'asimmetria del sistema delle preferenze rispetto all'incertezza. Un grande crollo porterà a un brusco aumento dell'avversione al rischio e potrebbero volerci parecchi anni prima che questa avversione si riduca, mentre per i boom l'inversione di tendenza avviene molto più velocemente. Basti pensare ad un

esempio della vita quotidiana, se si trovano 20€ per strada la felicità che si prova è inferiore rispetto alla rabbia che si proverebbe se si perdessero 20€.

L'autore quindi sostiene che la possibilità di innovazioni finanziarie e di mutamenti delle preferenze dovuti all'economia testimonia che gli aggiustamenti del portafoglio dipendono dal funzionamento dell'economia e non dal comportamento delle autorità.

Secondo Minsky l'instabilità del capitalismo è verso l'alto ovvero inizialmente funziona bene ma, col tempo, sviluppa una tendenza ad esplodere, a diventare "euforico". Dopo un periodo di prosperità si avrà uno spostamento della funzione verso l'alto e ad un ritmo sempre più rapido. Dopo una crisi finanziaria si avrà uno spostamento della funzione verso il basso. La crisi non è un evento esogeno o accidentale. Il modo in cui vengono finanziati gli investimenti durante lo spostamento verso l'alto della funzione del prezzo prepara il terreno per la crisi.

2. KINDLEBERGER E LA SUA “STORIA SULLE CRISI FINANZIARIE”

In linea col pensiero di Minsky, Kindleberger sostiene che le crisi finanziarie sono associate ad un periodo di espansione economica: “La crisi finanziaria rappresenta il culmine di un periodo di espansione e preannunzia la fase discendente”⁹.

Kindleberger inoltre, afferma che nelle fasi di espansione l’economia si getta a capofitto in nuove opportunità di guadagno in un modo talmente irrazionale che l’autore definisce questa fase “maniacale”. Il punto di partenza del libro “Storia delle crisi finanziarie” è l’analisi svolta da Minsky che secondo l’autore, seppur pessimistica, descrive a chiare lettere il meccanismo con cui si innesca una crisi finanziaria. Minsky attribuisce notevole importanza alla struttura del debito, specie se questo è stato contratto per speculare sull’acquisto di attività reali o finanziarie da rivendere successivamente. Kindleberger arriva a superare la teoria di Minsky limitata ad un solo paese sostenendo la tendenza delle crisi a diffondersi da un paese all’altro. I canali di diffusione sono innanzitutto gli scambi internazionali: se il prezzo di un bene o merce oggetto di scambio sale in un paese, aumenterà anche negli altri mercati. Attraverso la crescita o il calo delle importazioni, le variazioni di reddito di una nazione verranno trasmesse agli altri paesi con cui si commercia. Altri canali sono i flussi di capitali tra diversi paesi e in ultimo, esistono connessioni meramente psicologiche, come quando l’eventuale

⁹ Kindleberger, C. *Storia Delle Crisi Finanziarie*. Laterza, 1991.

euforia o pessimismo degli investitori di un certo paese provoca comportamenti analoghi in altri stati. Le fasi del ciclo economico che individua Kindleberger sono: spostamento, superattività, espansione monetaria, rivolgimento e discredito.

2.1 LE MANIE SPECULATIVE

Per mania si intende una vera e propria “perdita di contatto con la realtà o con la razionalità ed anche qualcosa di simile all’isteria o alla follia collettiva”¹⁰. La definizione che ne da Kindleberger è associata a quella fase speculativa che precede generalmente una crisi finanziaria, le unità economiche agiscono in maniera irrazionale considerando un orizzonte temporale brevissimo. Quanto affermato dall’autore non entra in contrasto con l’ipotesi aprioristica di razionalità dei mercati ma la storia economica ci insegna che i mercati sono occasionalmente irrazionali ed esiste una speculazione destabilizzante.

Secondo Kindleberger l’irrazionalità o come viene definita nei suoi scritti “euforia” comincia con uno “spostamento” (può essere la fine di una guerra, un raccolto particolarmente abbondante, un’invenzione con effetti rivoluzionari). Kindleberger lo definisce “un qualche evento esterno che fa mutare le prospettive, le aspettative, le opportunità di profitto, in definitiva il comportamento” ..

¹⁰ Kindleberger, C. *Storia Delle Crisi Finanziarie*. Laterza, 1991.

“L’evento deve essere di proporzioni significative”¹¹. È importante precisare che nella maggior parte delle crisi significative vennero coinvolti almeno due oggetti di speculazione e almeno due mercati.

L’ottimismo prende piede, si diffondono aspettative fiduciose e le banche accettano strutture di debito che fanno diminuire la liquidità. L’espansione in atto può alimentarsi fino a diventare quella che Kindleberger definisce “mania”. La speculazione spesso si sviluppa in 2 stadi: una prima reazione moderata da parte degli operatori e una successiva ricerca di ampi guadagni dalla vendita del capitale. Si definiscono quindi 2 tipi di speculatori, gli insiders e gli outsiders. Gli insiders destabilizzano facendo aumentare i prezzi, così da vendere al massimo agli outsiders, che comprano al massimo e vendono al minimo quando gli insiders spingono il mercato al ribasso. Come citato dall’autore “Chi è abbastanza svelto da entrare ed uscire prima degli altri può uscirne bene, come gli insiders, anche se per la totalità va male”¹².

2.2 LA SCOPERTA DELLE TRUFFE

Le crisi commerciali e finanziarie sono strettamente connesse a operazioni che superano i limiti legali e morali, per quanto tali confini possano essere labili. Infatti la propensione a commettere truffe si muove esattamente come la propensione a speculare nei periodi di boom. “Il crollo e il panico, all’insegna del

¹¹ Kindleberger, C. *Storia Delle Crisi Finanziarie*. Laterza, 1991.

¹² *Ibidem*

‘si salvi chi può’, induce ancor più ad imbrogliare, pur di salvarsi. E il segnale di annuncio del panico è spesso la rivelazione di qualche truffa, ladrocinio, raggio, frode.

Lo schema Ponzi è un esempio di una nota truffa e consisteva in una promessa di pagamento di interessi del 50% per la disponibilità di depositi per 45 giorni, sulla base di un piano che prevedeva l’arbitraggio in valuta estera tra i tassi di cambio effettivi, a cui tali valute potevano essere acquistate all’estero nel 1920, e i più elevati tassi fissi a cui i buoni dell’International Postal Union potevano essere convertiti in francobolli degli Stati Uniti. Si trattava di calcoli complicati e fittizi che attirarono potenziali investitori. Quando i primi vennero ripagati altri clienti caddero nella rete. Presto la difficoltà di reperire nuove vittime portò lo schema a crollare da solo, non riuscendo a ripagare gli investimenti con i soldi via via incassati. “Quando la mente di un uomo si fissa su qualcosa, è più o meno come se fosse cieco”, pensava Ponzi.

2.3 LA QUIETE PRIMA DELLA TEMPESTA

Può il governo prevenire le crisi finanziarie scoraggiando le aspettative sviluppate durante i periodi di euforia e di eccitazione? Il governo può intervenire con una maggiore regolamentazione evitando quindi operazioni eccessivamente speculative. Non basta però che il governo intervenga, è necessario il giusto tempismo poiché una manovra tardiva risulterebbe totalmente inutile. Gli esperti

di economia possono conoscere la direzione di una tendenza nelle condizioni degli affari, dei prezzi e nel credito, ma la loro capacità di predirne precisamente i tempi è limitata. Infatti, come lo stesso Kindleberger afferma, “durante la depressione del 1929 Roger Babson ebbe il torto di aver ragione troppo presto: portò i suoi clienti via dal mercato nel 1928”¹³.

Per disagio finanziario di una unità economica si intende che la sua capacità di guadagno è diminuita da rendere concreta la possibilità che essa non sia in grado di rimborsare i propri debiti (interessi + capitale ricevuto), con conseguente deterioramento della sua capacità di ottenere credito. Come lo definisce Kindleberger “è la quiete prima della tempesta più che il risveglio del mostro”¹⁴. Se dovessimo dare una collocazione temporale il disagio si troverebbe esattamente tra l’euforia e il discredito per gli autori classici, o panico per Kindleberger. L’arresto dei prezzi crescenti comporta disagio finanziario se gli investitori avevano modificato le proprie aspettative riguardo ai prezzi e ai profitti che questi comportavano. Come già detto in precedenza, è molto difficile riconoscere una pausa di una crescita continua da un massimo prima di una diminuzione. L’incertezza sulle tempistiche infatti, è essa stessa una causa di disagio finanziario. Un’altra causa si verifica quando, dopo aver notevolmente esteso il credito dato il clima di euforia verso i guadagni futuri, questi guadagni

¹³ Kindleberger, C. *Storia Delle Crisi Finanziarie*. Laterza, 1991.

¹⁴ *Ibidem*

non sono più possibili. Il disagio potrebbe anche derivare da cause esterne quali aumento di importazioni, rientro di capitali esteri, ristrettezze monetarie all'estero. Quanto dura il disagio? Se non sopraggiunge il panico, il disagio può gradualmente attenuarsi mentre se il panico sopraggiunge l'intervallo tra disagio e crollo può durare mesi o addirittura anni.

2.4 LA TEMPESTA

Il crollo è riferito ai prezzi dei titoli o al fallimento di qualche importante impresa o banca. Una caduta dei prezzi riduce il valore delle garanzie per ottenere prestiti e induce le banche a richiedere la restituzione di quelli già emessi o a rifiutarne di nuovi, costringendo l'economia a vendere titoli, immobili e merci e aumentando l'indebitamento. Tutto questo comporta un'ulteriore riduzione dei prezzi ed il declino delle garanzie accessorie. L'economia finisce così in un circolo vizioso (o spirale destabilizzante) che provoca il fallimento delle imprese ed il successivo fallimento delle banche, poiché i crediti diventano inesigibili. Di conseguenza i depositanti ritirano i propri fondi, le banche si vedono costrette a richiedere altri prestiti, il che comporta la vendita di altri titoli.

2.5 I RIMEDI AL PANICO

2.5.1 Lasciare libero il mercato

Secondo l'autore alcuni economisti sostengono che non sia necessario un prestatore di ultima istanza per 2 motivi: la prima è una concezione "puritana" secondo cui nessuna istituzione dovrebbe sanare gli errori commessi da altri, la seconda corrente vede la crisi finanziaria come un "temporale" che ripristina la buona salute del mercato. Secondo Andrew Mellow¹⁵, quando la gente assume una mentalità inflazionistica il solo modo per cavargliela dalla testa è lasciare che scoppi.

2.5.2 Altri accorgimenti

Sebbene "lasciar esaurire le fiamme"¹⁶, come lo definisce l'autore, potrebbe essere una soluzione, le autorità si sentono obbligate ad intervenire. I modi in cui queste operano sono molteplici: (1) *Temporeggiamento* da parte delle banche nel restituire i depositi alla clientela, sperando nel futuro cambiamento della situazione. Questo avvenne nelle corse agli sportelli degli anni 1931-1933, quando molte banche inizialmente presero tempo prima di pagare i depositanti. (2) *Completa chiusura*: Consiste nella chiusura del mercato per un intervallo di tempo variabile. Questa misura secondo l'autore non è consigliabile poiché nasconde soltanto il panico e la volta successiva l'economia, per paura di una chiusura del mercato, ritirerebbe anticipatamente liquidità per evitare di restare

¹⁵ Cfr Kindleberger, C. *Storia Delle Crisi Finanziarie*. Laterza, 1991.

¹⁶ Kindleberger, C. *Storia Delle Crisi Finanziarie*. Laterza, 1991.

ingabbiata. (3) *Certificati delle camere di compensazione* (prima della creazione della Federal Reserve) che consistevano in obbligazioni della camera di compensazione che le banche accettavano come mezzi di pagamento al posto delle monete o banconote. (4) *Collaborazione tra banche* e (5) *Assicurazione federale di depositi*.

2.5.3 Il prestatore di ultima istanza

Come lo definisce Kindleberger “il prestatore di ultima istanza è una barriera pronta ad arrestare la corsa da attività finanziarie reali e illiquide alla conversione in denaro, rendendo disponibili maggiori quantità di moneta”¹⁷. Va di pari passo all’istituzione di questo strumento di salvataggio, la maggiore assunzione di rischio da parte del mercato. Se quest’ultimo sa che in caso di necessità il prestatore di ultima istanza interverrà per garantire riserve liquide, si sentirà meno responsabile del funzionamento dei mercati della moneta e dei capitali nel prossimo boom. Le Banche Centrali dovrebbero quindi agire da un lato, col fine di arrestare il panico e, dall’altro, col fine di prevenire il panico in futuro. Anche se, secondo l’autore, l’oggi prevarrà sempre sul domani. Il prestatore di ultima istanza (o *dernier ressort*) è un ruolo che deve essere totalmente isolato dal mondo politico e non deve subire alcuna pressione da questo, per cui deve essere svolto

¹⁷ Kindleberger, C. *Storia Delle Crisi Finanziarie*. Laterza, 1991.

dalle Banche Centrali. Altro problema di fondamentale importanza è la *tempestività*, quando il boom esplode progressivamente deve essere arrestato senza diffondere il panico. Quando si verifica il panico, si deve attendere abbastanza da lasciar fallire le imprese non solvibili, ma non abbastanza da lasciare che la crisi si propaghi a quelle solvibili che hanno momentaneamente bisogno di liquidità. Una risposta tardiva risulterebbe inutile mentre una risposta troppo preventiva inflazionerebbe ancora di più il mercato. Se, dunque, è necessario l'intervento di un prestatore di ultima istanza dopo un boom speculativo, quest'ultimo si trova ad affrontare problemi di quantità e di tempestività. Per quanto concerne la quantità, l'autore giunge alla conclusione che "troppo è meglio che troppo poco"¹⁸ poiché l'eccesso può essere riassorbito in seguito. Quanto alla tempestività, l'autore la definisce un'arte.

Data la diffusione a livello internazionale delle crisi finanziarie, come la storia ci insegna, è di fondamentale importanza un prestatore internazionale di ultima istanza. I precedenti storici suggeriscono che quando tale prestatore non esiste, la crisi è lunga e persistente. Sebbene l'autore parli di "governo mondiale" e di "banca centrale planetaria", la sua visione anticipa l'unione monetaria tra più stati.

2.5.4 I problemi del prestatore di ultima istanza

¹⁸ Kindleberger, C. *Storia Delle Crisi Finanziarie*. Laterza, 1991.

Il primo problema consiste nel rischio morale (*moral hazard*) ovvero il pericolo che, per salvare oggi istituzioni male amministrare, aumenti la cattiva amministrazione domani. Questo problema è ampiamente riconosciuto dalle compagnie assicurative. Le assicurazioni temono che risarcire i danni agli assicurati li incoraggi ad essere meno prudenti. Basti pensare a quando si noleggia un'auto con assicurazione kasko: il fatto che qualsiasi danno provocato alla vettura venga coperto dall'assicurazione porta il conducente ad essere meno accorto, facendo magari sentieri sterrati o superando i limiti della velocità, insomma prendendo più rischi di quanto non farebbe se guidasse la propria auto con una semplice assicurazione. Sebbene la presenza di un prestatore di ultima istanza aumenterebbe l'assunzione dei rischi da parte delle banche, quest'ultime incorrerebbero in non pochi problemi di reputazione dal momento in cui ricorrono a tali misure.

Un secondo problema tratta degli aspetti politici nazionali per tutti quegli interventi del prestatore che non vengono considerati come operazioni di mercato aperto. La questione riguarda i soggetti beneficiari di tale strumento: come scegliere chi riceve aiuto e chi no? Chi fosse escluso potrebbe polemizzare. Infine l'ultimo problema sono gli aspetti politici internazionali per la scelta di chi dovrebbe assumere la leadership a livello sovra nazionale.

Lo stesso autore conclude il libro ammettendo di essersi focalizzato maggiormente sulla diagnosi piuttosto che sulla terapia e sulla prognosi di una

crisi finanziaria. La terapia che individua è il prestatore di ultima istanza, ma la prognosi è offuscata dai molteplici effetti collaterali che ne derivano. L'autore riconosce quindi le controindicazioni derivanti dal ruolo del prestatore di ultima istanza ma non vi potrebbero essere rimedi migliori.

3. L'IRRAZIONALITÀ NELL'ECONOMIA

Kindleberger parte dalla convinzione che in economia l'agire razionale non implica che gli agenti abbiano le stesse informazioni, la stessa intelligenza, la stessa esperienza e gli stessi scopi. Anche se gli agenti agissero razionalmente, insieme potrebbero produrre un risultato irrazionale. Un esempio fatto dall'autore e che rende chiaramente l'idea è la corsa precipitosa verso l'uscita durante l'incendio di un teatro. Analizzeremo quindi ciò che può portare gli agenti economici a prendere decisioni finanziarie in maniera non razionale.

3.1 L'EFFETTO GREGGE

Adam Smith nel suo *"The Theory of Moral Sentiments"*¹⁹ affermava che l'emulazione fosse il più pervasivo tra i sentimenti umani. Anche nella finanza comportamentale esiste una vera e propria fase in cui gli individui vengono fortemente influenzati dalle decisioni che prendono gli altri. Tale condotta viene definita come l'effetto gregge (*herding behavior*)²⁰, ossia quelle situazioni in cui gli agenti pensano o agiscono in base alle decisioni prese dalla massa. Se calato nel mercato finanziario, tale comportamento porta alle bolle speculative, per via della tendenza a emulare il comportamento degli altri investitori senza prendere

¹⁹ Smith, Adam. *The Theory of Moral Sentiments*. Verlag Wirtschaft Und Finanzen, 1986.

²⁰ Liace, Gianfranco. "La Finanza Comportamentale e L'effetto Gregge ." *Rivista Del Diritto Del Risparmio* , Mar. 2020, pp. 1–13.

decisioni basate sul proprio ragionamento o sulle informazioni raccolte. Ciò che spinge gli individui ad emulare la massa è il sentirsi rassicurati poiché si pensa che gli altri potrebbero avere informazioni quantitativamente e qualitativamente migliori delle nostre. Questa condotta avrà gravi conseguenze dal momento in cui vi sarà il fallimento di un agente, tutti quelli che hanno seguito il gregge falliranno di conseguenza. Generalmente chi imita il comportamento degli altri è un investitore inesperto, il suo comportamento avrà quindi un effetto tardivo rispetto all'andamento del mercato. Non solo gli investitori possono attuare comportamenti gregari, bensì anche i consulenti finanziari possono essere considerati imitatori quando tralasciano le informazioni in proprio possesso per seguire informazioni trasmesse dalle precedenti operazioni. Il comportamento gregario dei consulenti finanziari può determinare profonde falle informative nel mercato e portare ad una forte instabilità finanziaria.

3.1.1 Le cascate d'informazioni

La condotta di un agente, seppur razionale, può portare a comportamenti di gruppo irrazionali; la causa scatenante consiste nell'informazione a cascata da cui emerge un contagio emotivo.

Facendo un esempio concreto nel mercato finanziario: immaginiamo un agente che deve scegliere un investimento; il numero di persone che hanno optato per quell'investimento è maggiore di quelle che l'hanno respinto. Ora, l'investitore

sarà fortemente influenzato e, anche se inizialmente pensava fosse un cattivo affare, sarà spinto a farlo. La scelta irrazionale consiste nel fatto che l'investitore scelga solo sulla base della maggioranza, ignorando le fonti che hanno portato a tali decisioni e la qualità di queste. Inizia così la cascata d'informazioni in cui ogni agente non apporta alcuna nuova informazione e il passaggio avviene tramite passaparola. Le cascate d'informazioni influenzano fortemente il mercato, infatti può capitare che il prezzo di un titolo resti alto anche se molti agenti abbiano opinioni non positive al riguardo. Le cascate di informazioni aumentano la fragilità del mercato finanziario proprio per la facilità con cui una nuova informazione riesce ad insinuarsi e a generare una cascata al contrario.

3.1.2 Il contagio epidemico

Alcuni studi hanno evidenziato una stretta similitudine tra il comportamento gregario delle formiche e quello degli agenti economici; le formiche quando devono scegliere tra due fonti di cibo identiche, dopo un certo lasso temporale ne scelgono solo una.²¹ Questa condotta si verifica perché alcune formiche guidano le altre, in una fase detta "reclutamento".

Quando ad esempio, ci troviamo in vacanza e dobbiamo scegliere tra due ristoranti: uno è pieno, l'altro vuoto; anche se la scelta più razionale sarebbe

²¹ Cfr. KIRMAN, Ants, Rationality, and Recruitment, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1993, vol. 108, 1, 137-156.

andare in quello vuoto per i tempi di attesa inferiori e per una maggiore attenzione verso il cliente, chiunque andrebbe nel ristorante pieno.

Le nostre scelte, anche se non ce ne rendiamo conto, sono continuamente influenzate dagli altri e, ritornando al mercato finanziario, i consulenti hanno un ruolo fondamentale nel favorire il contagio. Gli investitori si fidano dei consulenti perché sono esperti, hanno maggiori informazioni e sono influenzati dal profilo reputazionale. Per questo motivo, anche in presenza di informazioni non veritiere, per via del rapporto empatico, ci si affida egualmente al consulente, ignorando le informazioni in proprio possesso. Basti pensare alla crisi dei mutui *subprime* in cui gli investitori si sono fidati dei *rating* forniti dalle agenzie e, come già detto, questo ha allontanato i prezzi degli *assets* dai valori reali.

In conclusione gestire i *bias*²² dei consulenti finanziari non è semplice ma l'ESMA (*European Securities and Markets Authorities*) ha individuato una serie di criteri minimi necessari per l'ammissione alla professione, tra cui: la capacità di porre al cliente domande pertinenti al fine di comprendere e valutare i suoi obiettivi di investimento, la sua situazione finanziaria e le sue conoscenze ed esperienze; e la capacità di spiegare al cliente le caratteristiche di rischio e rendimento di un particolare prodotto o di una particolare strategia.

²² giudizi (o pregiudizi) che non corrispondono necessariamente alla realtà, sviluppati sulla base dell'interpretazione delle informazioni in possesso che portano dunque ad un errore di valutazione o mancanza di oggettività nel giudizio.

3.2 LA DISSONANZA COGNITIVA

Assumendo che gli individui abbiano tutti le stesse informazioni, potrebbero comunque avere convinzioni differenti e giungere a conclusioni diverse. Questo fenomeno è noto come dissonanza cognitiva (*cognitive dissonance*) e consiste nella capacità di filtrare, falsificare, manipolare o elaborare differientemente le informazioni per conciliarle con convinzioni radicate e fortemente interiorizzate.

In pratica, pur osservando una certa situazione oggettiva al di fuori di noi, la nostra mente la astrae fino al punto di adattarla ad un preconcetto già elaborato.

La dissonanza cognitiva è quindi il conflitto mentale che subiscono le persone quando sono messe di fronte all'evidenza che le loro convinzioni sono errate. A questo punto le persone tendono ad ignorare tutte quelle informazioni che contrastano il loro punto di vista. Un esempio di dissonanza cognitiva è rappresentato nel noto racconto "La volpe e l'uva", tratto dalle Favole di Esopo, in cui la dissonanza fra il desiderio dell'uva e l'incapacità di arrivarvi conduce la volpe a elaborare la conclusione, non supportata da dati reali, che "l'uva è acerba". Stesse dissonanze cognitive avvengono nel mercato finanziario quando si ricevono notizie negative su un titolo e tale tendenza viene ignorata, sulla base di informazioni positive ma passate. In questo caso entrano in gioco anche altri *bias* che si riferiscono all'avversione alle perdite e al rammarico (*confirmation bias*).

Altro esempio è l'esperienza della bolla Internet del 2000 quando, pur in presenza di un mercato in rapido deterioramento e di notizie di bilancio negative da parte

delle società del settore, molti analisti continuavano ad emettere indicazioni di acquisto positive sulla gran parte dei titoli.

4. GLI INTERVENTI ANTICRISI

Secondo Minsky le crisi sono la conseguenza della fragilità del *money manager capitalism*; la fragilità aumenta nei periodi di espansione, fino, in assenza di interventi di politica economica o monetaria, ad esplodere in crisi. Il collasso cresce man mano che gli operatori si persuadono che lo Stato interverrà per salvare la situazione. Per questo motivo, secondo l'autore, è necessaria una regolamentazione dei mercati che ne limiti le dimensioni ed il potere del ricatto del *too big to fail*, limitando di conseguenza comportamenti di azzardo morale da parte degli istituti di credito.

4.1 REGOLAMENTAZIONE VS LIBERALIZZAZIONE

Regolamentazione e liberalizzazione si alternano ciclicamente a seconda dell'obiettivo che la Banca Centrale scelga di perseguire: se si mira all'efficienza si adotterà la liberalizzazione, al contrario se l'obiettivo è la stabilità allora si opterà per la regolamentazione.

Chiariamo ora, che cosa significano l'uno e l'altro regime. Per regolamentazione si intende vincolare una condotta ad un insieme di regole; i vantaggi connessi sono una maggiore trasparenza e una facilità nel prevedere il comportamento della controparte, mentre gli svantaggi derivano dal vincolarsi ad una regola che potrebbe rivelarsi inefficace o inefficiente. Dall'altra parte la liberalizzazione lascia una maggiore discrezionalità e permette maggiori profitti, poiché sono

possibili operazioni senza vincoli di dimensioni, ma può facilitare la formazione di aspettative opportunistiche e quindi condurre a comportamenti speculativi.

Il primo obiettivo della regolamentazione mira alla stabilità micro e macro-economica dato che l'intermediazione bancaria ha un germe di instabilità intrinseco, che rende possibili comportamenti di azzardo morale e segnali distorti che possono provocare selezioni avverse, mettendo a rischio la solvibilità dell'intermediario. Da queste osservazioni discende la ratio che giustifica la vigilanza sulle banche, a maggior ragione dato che il loro passivo è per natura molto più liquido del loro attivo e, una crisi di fiducia dei depositanti può precipitare in un *bank run* con estrema facilità. Inoltre per l'interconnessione fra banche e per le asimmetrie informative, un *bank run* riguardante un solo intermediario potrebbe portare ad un contagio dell'intero sistema finanziario. Questo quadro di fragilità finanziaria rende sostenibile la tesi di un intervento pubblico per garantire la stabilità del sistema, che si traduce nei macro-controlli sui mercati finanziari (valute, tassi d'interesse, prodotti derivati, moneta) e sui sistemi di compensazione e di pagamento, anche attraverso lo strumento del credito di ultima istanza. Per gli intermediari non bancari "poiché (...) è da evitare una regolamentazione legislativa eccessiva, intesa sia come moltiplicazione delle tipologie di intermediari, sia come strutturazione dei vincoli e dei controlli, restano da individuare criteri validi per decidere quando è opportuno regolamentare un intermediario finanziario non bancario e sottoporlo a vigilanza

prudenziale (...). Si può far riferimento ai seguenti tre principi non mutualmente esclusivi: a) quando l'intermediario emette una passività che è un sostituto quasi perfetto della moneta bancaria o deposito; b) quando all'intermediario sia concesso di emettere passività oltre il limite del capitale, derogando alla norma generale che vuole le obbligazioni non superiori, in valore nominale, alle azioni; c) quando l'intermediario ha una rilevanza sociale particolare” (Sarcinelli, 1986).²³

4.2 LE MISURE PREVENTIVE

Ancora più importanti degli interventi post crisi sono tutte quelle misure volte ad evitare che la crisi stessa avvenga. Proprio perché prevenire è meglio che curare, nell'ambito finanziario sono necessari interventi di monitoraggio costante di alcuni indicatori, un'analisi per individuare e controllare le eventuali fonti di rischio (mercato del credito, liquidità, tassi) e l'azione di autorità antitrust per evitare che alcuni intermediari assumano dimensioni eccessive generando il ricatto implicito del *too big to fail*. Inoltre vista la sistematicità dei cicli finanziari è necessaria una valutazione dei rischi sistemici attraverso gli *stress tests*. Un livello ancora più elevato di prevenzione si basa sull'isolamento di possibili

²³ Di Noia , C., and L. Piatti . “Regolamentazione e Mercato Finanziario: Analisi e Prospettive Di Riforma per Il Sistema Italiano .” Consob , Sept. 1998.

focolai di crisi (*firewalls*) o nell'attuare un sistema di *narrow banking* in cui la funzione creditizia delle banche sia separata da quella monetaria.

4.2.1 Le misure preventive riguardanti la gestione

Oltre le misure già descritte, svolte da autorità esterne, le banche sono dotate di strumenti volti a limitare l'insorgere di crisi e per intervenire rapidamente sui focolai. Gli strumenti interni alle banche consistono nella riserva obbligatoria in primis, ovvero una salvaguardia dei depositi della clientela, nell'assicurazione obbligatoria sui depositi, nei vincoli patrimoniali e nei vincoli di liquidità. I vincoli patrimoniali impongono un massimale di prestiti che la banca può concedere alla clientela, rispetto al patrimonio che possiede. Nello specifico, con gli *Accordi di Basilea III*, il requisito minimo del patrimonio bancario fa riferimento al *Common Equity Tier 1* (capitale sociale, riserve e utili non distribuiti) che deve essere almeno pari ad una percentuale fissa ponderata per il rischio degli assets (*risk-weight assets*). Gli *Accordi di Basilea III* hanno anche introdotto 2 indicatori che riguardano requisiti minimi per la liquidità delle banche: il *liquidity coverage ratio (LCR)*, che garantisce con l'attivo una piena copertura dei flussi in uscita in uno scenario di particolare stress, e il *net stable funding ratio*, che serve a segnalare squilibri di liquidità nel lungo periodo.

CONCLUSIONE

Il problema delle crisi finanziarie, dibattuto negli anni Settanta da Minsky e Kindleberger, è tuttora di considerevole attualità. I due autori hanno contribuito a mettere le fondamenta per le politiche economiche e monetarie attuate nei decenni successivi.

Tuttavia la storia delle crisi finanziarie si è arricchita di molteplici episodi (Messico 1994, Sud Est Asiatico 1997, Russia 1997, Brasile 1998, Giappone 1991, Argentina 2001, la crisi del Dot.com, la crisi finanziaria del 2008 e infine la crisi del debito sovrano del 2010) che hanno riproposto alcuni tratti principali individuati dagli autori.

In particolare, il contributo di Minsky ha gettato le basi per la Vigilanza prudenziale degli intermediari bancari, come ad esempio i vincoli patrimoniali e di liquidità precedentemente discussi.

Kindleberger invece, ha introdotto una visione cosmopolita del mercato finanziario, testimoniata dagli ingenti movimenti internazionali degli investimenti di portafoglio. Molti sono stati i dibattiti degli organismi finanziari internazionali, come il Fondo Monetario Internazionale, la Banca Mondiale e la Banca Europea per gli investimenti, su nuove architetture finanziarie internazionali volte a prevenire e a meglio controllare le crisi.

Tra queste istituzioni si ricordi il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), dal 2011 divenuto operativo e composto dal Comitato europeo per il

rischio sistemico (CERS), dalle 3 autorità europee di vigilanza (ABE; ESMA; EIOPA) e dalle autorità di vigilanza nazionali (AEV). Gli obiettivi del SEVIF includono anche lo sviluppo di una cultura di vigilanza comune e la promozione di un mercato finanziario europeo unico.

Inoltre dal 2012 l'istituzione dell'Unione bancaria ha introdotto nuove dinamiche nel quadro di regolamentazione e vigilanza europea con l'aggiunta di nuovi elementi e attori, tra cui il codice unico, il meccanismo di vigilanza unico (SSM), il meccanismo di risoluzione unico (SRM) e la direttiva sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi (BRRD).

Kindleberger per primo aveva posto l'attenzione sulle forti interdipendenze internazionali che innescano meccanismi di contagio e propagazione di crisi finanziarie nazionali.

Altro insegnamento riguarda la dinamica endogena delle crisi sostenuta da Minsky e la necessità di cogliere le logiche di comportamento microeconomico degli agenti, per poi spiegare le fluttuazioni a livello macroscopico come effetto delle interrelazioni tra individui che agiscono in maniera irrazionale o, anche se individualmente agiscono razionalmente, possono condurre a risultati aggregati irrazionali.

BIBLIOGRAFIA

- DEGASPERI G. *La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger*, Alea Tech report n. 5, 005 Department of Computer and Management Sciences, Università degli Studi di Trento, agosto 1999.

- DI NOIA C. and PIATTI L. *Regolamentazione e Mercato Finanziario: Analisi e Prospettive Di Riforma per Il Sistema Italiano*, Consob, settembre 1998.

- KINDLEBERGER C.P. *Manias, panics and crashes. A history of financial crisis*, Basic Books, New York; trad. it., *Euforia e panico. Storia delle crisi finanziarie*, Laterza, Roma-Bari 1991.

- LIACE G. *La Finanza Comportamentale e l'effetto Gregge*, Rivista Del Diritto Del Risparmio, pp. 1–13, marzo 2020.

- MINSKY H.P. *Can "it" happen again? Essays on instability and finance*, Sharpe, Armonk (N.Y.); trad. it., *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, Einaudi, Torino 1984.

- PARENTI R. *Sistema europeo di vigilanza finanziaria*, europarl.europa.eu, aprile 2020.

- RONCAGLIA A. *La crisi finanziaria e i suoi sviluppi: gli insegnamenti di Hyman Minsky*, Intervento al convegno, Roma, 10 settembre 2012.

- RONCAGLIA A. *Le Regole Del Gioco, L'instabilità e Le Crisi*, Moneta e credito, Vol. 62, pp. 3-12, 2009.

- SILIPO D. B. *Minsky e la crisi finanziaria*, Working paper n.9/2009, Università della Calabria, 2009.