

Le regole del gioco, l'instabilità e le crisi

ALESSANDRO RONCAGLIA

1. Introduzione

Questo numero speciale di *Moneta e Credito* ripropone alcuni articoli apparsi nel corso degli anni sulla rivista, scelti tra quelli che possono aiutarci a comprendere le radici della crisi economica in corso e i problemi che possono ostacolarne il superamento o, peggio, dare luogo a ulteriori difficoltà. Nel momento in cui la rivista riprende il suo cammino (con il 2010 riprenderà la normale cadenza trimestrale), riteniamo in questo modo di sottolineare alcuni aspetti della sua impostazione tradizionale, che intendiamo conservare nella nuova serie. Possiamo sintetizzarli in quattro punti: l'apertura a diversi orientamenti di pensiero; l'importanza attribuita alla commistione tra teoria, storia, istituzioni e analisi statistica per la comprensione dei problemi del mondo reale; l'importanza – anche se tutt'altro che esclusiva – attribuita ai temi monetari e finanziari e all'economia internazionale; *last but not least*, l'idea che l'analisi economica debba essere diretta a illuminare la realtà, non un gioco speculativo fine a se stesso o indirizzato alla realizzazione di carriere accademiche.

Nella selezione degli articoli, la nostra rivista ha sistematicamente attribuito importanza a questi aspetti. Riteniamo che proprio per questo motivo uno sguardo retrospettivo a come la rivista ha trattato temi più o meno direttamente connessi alla crisi finanziaria ed economica in atto sia motivo di legittima soddisfazione. Gli elementi di crescente instabilità nei flussi di capitali, gli errori di una politica monetaria che trascurava di ostacolare le bolle speculative nei prezzi delle attività finanziarie e immobiliari, le distorsioni nella regolamentazione del sistema bancario e finanziario e i limiti della vigilanza prudenziale, gli squilibri macroeconomici dell'economia statunitense e internazionale, erano stati tutti rilevati e analizzati negli articoli qui raccolti e in altri pubblicati nella rivista e/o nella sua consorella in lingua inglese, *BNL Quarterly Review*

(ora *PSL Quarterly Review*). (Il parallelo numero speciale della *PSL Quarterly Review* include articoli sulle stesse tematiche apparsi in quella rivista, che quindi coincidono solo in parte con quelli pubblicati qui di seguito.)

Naturalmente, in conformità al primo dei quattro criteri sopra ricordati, l'apertura a diversi orientamenti di pensiero, i vari contributi si differenziano non solo per lo specifico tema affrontato, ma anche per l'impostazione dell'analisi, che in vari casi – ma non in tutti, e in modi e misura diversi da caso a caso – risulta “eterodossa” rispetto alla ortodossia oggi prevalente, il cosiddetto *mainstream*. A questo proposito, prima di presentare gli articoli raccolti in questo numero speciale, ci sembra opportuno richiamare in breve i contributi teorici di un economista, Hyman Minsky (1919-1996), spesso citato nel dibattito seguito alla crisi finanziaria ma in precedenza relativamente poco noto tra gli economisti contemporanei, in quanto considerato – con buone ragioni – esterno al pensiero *mainstream*. Per quanto non richiamate direttamente negli articoli riproposti in questo numero speciale, le teorie di Minsky costituiscono comunque un elemento di riferimento e di confronto che può aiutare il lettore ad apprezzare la varietà di posizioni presenti nel dibattito attualmente in corso sull'interpretazione della crisi in atto, e ad inserire gli articoli qui presentati nel contesto di tale dibattito. Fra l'altro, proprio l'autore di due tra questi articoli, Kindleberger (1910-2003), ha utilizzato le teorie di Minsky come chiave interpretativa per la sua celebre storia delle crisi (Kindleberger 1978).

2. La teoria di Minsky

Non è facile sintetizzare l'impostazione teorica di Minsky. Proviamo comunque a richiamarne gli aspetti principali: una teoria della fragilità finanziaria, una teoria delle crisi, una teoria dell'evoluzione del capitalismo.¹ Come premessa, occorre sottolineare che questi contributi si basano su una concezione keynesiana che è diversa sia dalla vulgata di

¹ Quanto segue è esposto in maggior dettaglio in Roncaglia, 2010.

Keynes che per tanti anni ha dominato nei testi di macroeconomia (le curve IS-LM del modello di Hicks, 1937) sia dalla tradizione degli allievi immediati di Keynes a Cambridge (esposta ad esempio in tanti lavori di Joan Robinson). In effetti, Minsky dedica al pensiero di Keynes il suo primo lavoro di ampio respiro (Minsky 1975), e queste fondamenta teoriche vanno tenute presenti per comprendere il suo lavoro successivo (in particolare i saggi raccolti in Minsky 1982), di cui ora ci occuperemo brevemente.

La teoria della fragilità finanziaria si basa sulla distinzione tra tipi diversi di posizioni di bilancio. A un estremo abbiamo il caso di posizione “coperta”, in cui il soggetto si indebita per acquisire un'attività, reale o finanziaria, ma il suo flusso di reddito atteso è superiore, periodo per periodo, alle rate di ammortamento del debito. La differenza tra i due flussi (reddito atteso e rate di ammortamento) costituisce un margine di sicurezza a fronte di possibili cambiamenti della situazione (calo del reddito, aumento dei tassi d'interesse nel caso di un debito a tasso variabile).

Se i margini di sicurezza sono ridotti, o se fin dall'inizio si prevede di dover rifinanziare il debito prima della scadenza, siamo di fronte al caso di attività speculative. In questo caso, anche se per un certo intervallo di tempo il flusso di reddito risulta temporaneamente insufficiente a pagare le rate di ammortamento del debito, che potrà comunque essere estinto in seguito, il valore delle attività acquistate grazie al prestito (ad esempio impianti e macchinari per le imprese manifatturiere, o titoli per gli operatori finanziari) può essere utilizzato come garanzia per finanziamenti-ponte. La natura speculativa di questa posizione è legata alla presenza di due tipi di rischio: che risulti troppo costoso o impossibile ottenere finanziamenti nel momento in cui saranno necessari, cioè nelle fasi – previste fin dall'inizio – in cui i flussi di reddito saranno inferiori ai pagamenti da effettuare (rischio di liquidità), e che il valore di mercato delle attività abbia un'evoluzione negativa (rischio di mercato).

All'altro estremo – quello che Minsky chiama *Ponzi finance*, dal nome di un famoso finanziere-truffatore dell'inizio del Novecento – l'attività acquisita indebitandosi non genera reddito, o lo genera in misura

insufficiente a coprire gli interessi sul debito, ma si spera che il valore di mercato di tale attività cresca nel tempo in misura più che sufficiente a coprire gli oneri per gli interessi e a ricostituire il capitale al termine dell'investimento. Quindi il debito va rifinanziato continuamente (e in misura man mano crescente, per via dell'accumulo degli interessi). Alla fine, quando l'attività acquistata indebitandosi viene venduta al nuovo prezzo, significativamente più elevato del prezzo di acquisto, tutti i debiti possono essere rimborsati, inclusi quelli contratti per far fronte al pagamento degli interessi. Tuttavia, se il valore di mercato dell'*asset* acquisito a debito invece di aumentare diminuisce (o se non cresce abbastanza rapidamente, cioè se il suo tasso di crescita è inferiore al tasso d'interesse), l'operatore economico incontra problemi di liquidità prima ancora che di solvibilità.

La situazione del sistema finanziario nel suo complesso dipende dalla proporzione tra i vari tipi di operazioni: è più solida quando predominano le operazioni coperte, è meno solida quando predominano le operazioni speculative, è decisamente fragile quando le operazioni "alla Ponzi" assumono un peso rilevante.

La teoria delle crisi di Minsky parte da questa caratterizzazione della fragilità finanziaria. Su di essa Minsky innesta un ragionamento del tutto plausibile. 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. Nel prendere le loro decisioni, le istituzioni finanziarie risentono di due spinte opposte: da un lato, quanto più prestano tanto più guadagnano, e se accettano di correre rischi maggiori possono farseli retribuire con tassi d'interesse corrispondentemente più elevati; dall'altro lato debbono evitare rischi troppo forti, che potrebbero portarle al fallimento. Molto quindi dipende dalla valutazione delle prospettive, che dovrebbe essere effettuata in un'ottica di lungo periodo, guardando al di là della singola operazione. Tuttavia tali valutazioni dipendono dal clima economico in cui sono formulate, che spesso risente di un comportamento gregario (*herd behaviour*) rafforzato

dall'ottica di brevissimo periodo dei quotidiani e della televisione. Così quando le cose vanno bene i responsabili delle istituzioni finanziarie diventano gradualmente più fiduciosi e tendono ad attribuire minore importanza ai rischi, sopravvalutando i margini di sicurezza.

Questo succede anche quando i finanziari utilizzano i tanto celebrati modelli di valutazione del rischio, dato che questi – oltre a non considerare la possibilità, anzi la plausibilità, di cambiamenti strutturali dell'economia – utilizzano serie di dati di lunghezza generalmente limitata, talvolta con pesi decrescenti man mano che si risale indietro nel tempo. Inoltre il contesto di motivazioni in cui agiscono gli operatori finanziari – la concorrenza degli altri operatori, la struttura di incentivi comunemente utilizzata nel settore per stabilire le retribuzioni dei massimi dirigenti – fanno sì che essi si concentrino sull'attività immediata, perdendo di vista i rischi “di contesto”, come quelli di crisi di liquidità o di fiducia che riguardano il sistema nel suo complesso, e che in condizioni “normali” sono percepiti come improbabili o remoti nel tempo. Quindi gradualmente non solo vengono ridotti i margini di garanzia richiesti, ma soprattutto cambiano le proporzioni tra i vari tipi di posizioni finanziarie, nella direzione di una maggiore fragilità del sistema. Così, quando il clima economico cambia e volge al brutto, dopo un periodo sufficientemente lungo di bel tempo, la crisi può esplodere con violenza inattesa. Normalmente la prima manifestazione di tali crisi é un'ondata di fallimenti che colpiscono più duramente chi aveva assunto più rischi di liquidità e di mercato; a parere di Minsky, l'origine immediata dell'ondata di fallimenti può essere costituita da un rialzo dei tassi d'interesse prima o poi reso inevitabile dall'inflazione.

Di fronte a una crisi finanziaria, le autorità di politica economica intervengono per contenerne gli effetti. Ciò implica, crisi dopo crisi, il ricorso al salvataggio di istituzioni finanziarie a rischio di bancarotta, per evitare fenomeni di contagio. I mercati incorporano questo comportamento delle autorità finanziarie nelle loro aspettative; così, crisi dopo crisi accettano di correre rischi sempre maggiori. Di conseguenza crescono i rischi che le istituzioni finanziarie accettano di correre: le crisi risultano di dimensioni potenziali sempre maggiori.

Infine, Minsky caratterizza lo sviluppo del capitalismo come una sequenza di stadi con caratteristiche profondamente diverse l'una dall'altra: il capitalismo imprenditoriale degli inizi, il capitalismo manageriale in cui dominano le grandi *corporations*, e infine, nella fase più recente, il *money manager capitalism*, il capitalismo dei gestori del mercato monetario, dominato da un'ottica di brevissimo periodo, ben diversa da quella degli imprenditori e dei dirigenti d'impresa, attenti all'evoluzione di lungo periodo delle tecniche e dei mercati. La finanziarizzazione dell'economia è quindi vista come un cambiamento profondo del capitalismo, non come il semplice sviluppo di un settore al suo interno.² Possiamo aggiungere che Minsky considerava quest'evoluzione non come un progresso, ma (sulla scia delle note posizioni di Keynes, ostile a un eccesso di finanziarizzazione dell'economia)³ come un fattore di involuzione, da imbrigliare tramite lo sviluppo di una regolamentazione ben congegnata.

3. Il contenuto di questo numero

Questi brevi richiami al dibattito teorico possono essere utili, come si è accennato, a comprendere alcune caratteristiche distintive dei contributi qui presentati.

Il primo lavoro di Kindleberger pone a confronto la Grande Crisi degli anni Trenta del Novecento con quella seguita al crollo della borsa del 1987. Kindleberger dichiara di utilizzare come chiave interpretativa proprio la teoria di Minsky, ma di fatto considera una varietà di aspetti per mettere in risalto, tra analogie e differenze delle due vicende, gli elementi di fragilità già presenti nell'economia statunitense di vent'anni fa.

² In modo analogo la scuola francese della regolazione individua nell'accumulazione trainata dalla finanza uno specifico "regime". Cfr. ad es. Boyer, 2009.

³ "Gli speculatori possono non causare alcun male, come bolle d'aria in una corrente continua di intraprendenza [*enterprise*], ma la situazione è seria quando l'intraprendenza diviene la bolla d'aria in un vortice di speculazione. Quando lo sviluppo del capitale di un paese diventa un sottoprodotto delle attività di un casino da gioco, è probabile che vi sia qualcosa che non va bene." Keynes, 1936, p. 159; p. 139 della traduzione italiana.

Il secondo contributo di Kindleberger, anche in questo caso basato su rapidi richiami storiografici alle vicende e ai dibattiti di politica economica dell'epoca della Grande Crisi, sottolinea i rischi insiti nei rapidi aumenti di prezzo delle attività finanziarie, attribuiti alla deregolamentazione e all'innovazione finanziaria. Kindleberger sostiene che la politica monetaria deve includere tra i propri obiettivi il controllo della *asset inflation*, cioè dell'aumento dei prezzi delle attività finanziarie, immobiliari, e delle risorse naturali, dati i rischi che ne derivano: di crisi prima finanziarie e poi reali. Si tratta di una preoccupazione che ha un senso proprio dal punto di vista della teoria di Minsky. Quest'ultima infatti, come abbiamo visto, sottolinea la potenzialità di crisi di dimensioni crescenti se le autorità monetarie e finanziarie non ostacolano la tendenza a una crescente fragilità del sistema finanziario. L'interpretazione della teoria keynesiana proposta da Minsky sottolinea la distinzione tra domanda di moneta a scopo di transazione (che riguarda essenzialmente il prodotto corrente) e domanda di moneta a scopo speculativo (che riguarda essenzialmente gli *assets*), e la relativa irrilevanza quantitativa della prima rispetto alla seconda. L'idea che la politica monetaria debba assumere a obiettivo il prezzo degli *assets* è inoltre collegata al rifiuto di una teoria quantitativa della moneta, e alla teoria del tasso d'interesse come premio per la liquidità (che costituisce un'assicurazione contro l'incertezza).

Volker, responsabile della Federal Reserve statunitense prima di Greenspan, ha una formazione di cultura economica più tradizionale, ma è anche – da uomo delle istituzioni, non-accademico – meno vincolato dall'ortodossia, consapevolmente pragmatista. Rispetto al fondamentalismo liberista di Greenspan, si percepisce anche la maggiore importanza attribuita alla regolazione dei mercati (ribadita anche di recente in audizioni al parlamento statunitense). Se ricordiamo che precedentemente era stato proprio Volker a realizzare la transizione da una politica monetaria centrata sul controllo del tasso d'interesse ad una centrata sul controllo dell'offerta di moneta – sulla scia della teorizzazione monetarista di Friedman – possiamo forse percepire nella sua posizione di fine anni Novanta il frutto dell'esperienza, in particolare della consapevolezza dell'instabilità che le nuove politiche di stampo

monetarista avevano comportato, tanto più forte in presenza di un aumento della leva finanziaria. L'instabilità comunque non viene considerata da Volker come endogena alle economie di mercato, ma attribuita a (inevitabili) errori di politica economica; con le sue parole: "Se una ragionevole stabilità delle politiche relative ai cambi mondiali e alla finanza deve fondarsi necessariamente su misure immuni da errori, un alto grado d'instabilità diventa inevitabile."

Con gli articoli di Sylos Labini (1920-2005) e di Godley e Izurieta entriamo in modo più diretto nel campo della macroeconomia keynesiana. Entrambi i contributi sottolineano gli squilibri macroeconomici nell'economia americana: disavanzo nella bilancia dei pagamenti e disavanzo del settore privato, controparte dell'espansione della base monetaria. Entrambi i contributi sottolineano che gli squilibri nei conti economici dei principali settori macroeconomici si traducono in tensioni relative agli stock di debito interno ed estero. Godley e Izurieta mostrano la non-sostenibilità della situazione macroeconomica; squilibri relativamente ampi nei flussi non possono persistere a lungo nel tempo senza generare una crescita eccessiva delle dimensioni degli stock di debito, di modo che una qualsiasi scintilla può generare l'esplosione di una crisi di dimensioni mondiali. Sylos Labini sottolinea anche le crescenti disegualianze nella distribuzione del reddito e la formazione di una bolla speculativa nel mercato immobiliare. La sua tesi, netta, merita di essere segnalata: la situazione a inizio del terzo millennio presenta grandi somiglianze con quella degli anni Venti del Novecento; di qui le "gravi preoccupazioni sulle prospettive dell'economia americana, che condiziona fortemente le economie degli altri paesi" (infra, p. 63). A questo proposito Sylos Labini sottolinea pure che in entrambi i casi la formazione di rischi di crisi è connessa al precedente verificarsi di un'ondata di innovazioni. (Su questo aspetto, tipicamente schumpeteriano, si sofferma un altro articolo, di Reati e Toporowsky, pubblicato sulla consorella *Quarterly Review*).

I contributi di Tonveronachi riguardano la regolamentazione delle banche, e analizzano i difetti dell'impostazione su cui si basano gli accordi di Basilea. Tonveronachi mette in evidenza come alcuni aspetti dell'impostazione individualista – nel senso dell'individualismo metodologico, non di quello politico che in questo caso non è rilevante –

tipici della teoria *mainstream* informano di sé la concezione dei rischi adottata nelle “regole di Basilea”. Infatti, quanto succede nell’aggregato è visto come la semplice somma delle scelte dei singoli operatori: una posizione nettamente contrapposta a quella keynesiana per la quale l’analisi “per aggregati” ha un valore indipendente, se non prioritario, rispetto a quella “micro”. Di conseguenza, il rischio sistemico è visto tradizionalmente come somma dei rischi individuali (come accade ancora nel dibattito successivo alla crisi attuale, sulle nuove regole da introdurre, quando si limita il rischio sistemico a quello di operatori finanziari “troppo grossi per fallire”), ignorando in tal modo le interrelazioni di fase legate a fenomeni di contagio e all’importanza del clima delle aspettative per le decisioni imprenditoriali. A questo si aggiunge il fatto che, così com’è strutturata, la regolamentazione attualmente in vigore tende a favorire le grandi banche rispetto a quelle piccole e medie. Questi rischi vengono aggravati a livello mondiale, in particolare per quel che riguarda la fragilità finanziaria interna e il debito estero dei paesi in via di sviluppo, dalla tendenza ad attribuire a Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale un ruolo sempre più marginale.

Il saggio di Sarcinelli ripercorre le tematiche delle regole del gioco nella stessa ottica di Volker, cioè dal punto di vista di un *public servant* con importanti responsabilità di politica economica nel corso della sua carriera, e con una sensibilità spiccata per la concretezza e il buon senso. In questo caso, rispetto a Volker, si nota anche un maggiore distacco dal fondamentalismo liberista, che nella cultura economica italiana (e in particolare nella Banca d’Italia, dove Sarcinelli ha trascorso la prima fase della sua carriera) ha sempre avuto un ruolo minore che in quella anglosassone. Un importante elemento di interesse dell’articolo è la ricostruzione “dall’interno” che Sarcinelli fa del dibattito politico concreto, influenzato dagli attriti fra gli interessi in gioco e dalla ricerca di compromessi che talvolta portano a complicare l’assetto normativo e istituzionale della regolamentazione bancaria e finanziaria.

Infine, il saggio autobiografico di Minsky viene riproposto come tributo all’economista che ha contribuito nella maniera più originale alla comprensione della tendenza endogena a crisi finanziarie di dimensioni crescenti, insita nella finanziarizzazione dell’economia: la tendenza che

Minsky ha caratterizzato, come abbiamo visto, come *money managers capitalism*. L'inclusione di Minsky tra gli economisti più eminenti selezionati per la serie dei "Ricordi" di questa rivista mostra, possiamo aggiungere, l'apertura della rivista a orientamenti non convenzionali ma teoricamente solidi ed empiricamente ben fondati che, come si è cercato di suggerire in questa breve introduzione, possono contribuire per vari aspetti alla nostra comprensione delle vicende economiche correnti. Su questo naturalmente ogni lettore potrà formarsi una propria valutazione; in ogni caso, comunque, la lettura dei saggi raccolti in questo numero speciale della rivista può contribuire a una riflessione e una valutazione più consapevoli.

BIBLIOGRAFIA

- BOYER R. (2009), "Feu le régime d'accumulation tiré par la finance", *Revue de la régulation*, n. 5, <http://regulation.revues.org/index7367.html>.
- HICKS J. (1937), "Mr. Keynes and the classics: a suggested interpretation", *Econometrica*, vol. 5, pp. 147-59; trad. it., "Keynes e i classici", in M. G. Mueller, a cura di, *Problemi di macroeconomia*, vol. 1, Etas Kompass, Milano 1968, pp. 107-26.
- KEYNES J.M. (1936), *The general theory of employment, interest and money*, Macmillan, London; rist. in J.M. Keynes, *Collected writings*, vol. 7, Macmillan, London 1973; trad. it., *Occupazione, interesse e moneta. Teoria generale*, Utet, Torino, 1963.
- KINDLEBERGER C.P. (1978), *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 1981.
- MINSKY H.P. (1975), *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York; trad.it. *John Maynard Keynes*, Bollati Boringhieri, Torino 2009.
- MINSKY H.P. (1982), *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.
- RONCAGLIA A. (2010), *Economisti che sbagliano*, Laterza, Roma-Bari.