

Capitalismo finanziario e teoria degli investimenti secondo H.P. Minsky

Presentazione a cura di Elisabetta Pellini e Greta Vitali

1

Introduzione

Contesto specifico: determinazione di un nesso causale fra economia reale e finanziaria.

Obiettivo: dimostrare che contesti che implicano l'uso di razionalità procedurale non possono trattare separatamente asimmetria informativa ed incertezza fondamentale.

- analizziamo il contributo di Minsky paradigma di Wall Street.
- Punti di forza e debolezza dell'approccio Post-Keynesiano.
- Emendamenti provenienti dall'approccio Nuovo-Keynesiano.

2

Introduzione

L'analisi di Minsky parte con la critica a:

- Teoria generale di Keynes (EMI).
- Reinterpretazione neoclassica.

La teoria dell'investimento

- Prende le mosse dalla reinterpretazione Teoria Generale per spiegare la dinamica micro.
- Con il paradigma di Wall Street sviluppa l'hp di instabilità finanziaria che porta alla spiegazione della dinamica macro.

Punto fondamentale è la centralità del prezzo di domanda dei Beni Capitali P_k .

3

Introduzione

- **P_k** è il prezzo massimo che il finanziatore dell'investimento è disposto a pagare per effettuare l'investimento
- **P_i** prezzo di offerta è determinato dal costo di produzione del capitale
- Caratteristica di P_k e P_i è di non essere invarianti rispetto all'entità dell'investimento e di essere intrinsecamente connessi alle modalità di finanziamento dell'investimento stesso.

4

Introduzione

Infatti se un progetto non può essere interamente finanziato, P_k e P_i devono essere modificati per tener conto dell'emergere di:

Rischio del debitore: relativo a P_k , natura soggettiva, al crescere dell'investimento aumenta il rischio, oltre una certa soglia il prezzo di domanda P_k diminuisce.

Rischio del creditore: relativo a P_i , natura oggettiva, P_i aumenta al crescere dell'investimento.

Investimento ottimale:

$$P_k = P_i$$

5

Microfondazioni

Il rischio del creditore nell'approccio PK

Due giustificazioni:

- Differenti attitudini al rischio: i creditori sono più avversi.
- Differenziali nelle aspettative: i creditori non finanzieranno progetti con rendimenti attesi negativi, nulli o insufficienti a garantire il rimborso.

Entrambe si basano sulla sola incertezza fondamentale, non necessitano di imperfezioni del mkt, quali l'informazione asimmetrica.

6

Microfondazioni

Critiche:

- 1) La Teoria Generale di Keynes sottolinea che il rischio del creditore è determinato sia da aspettative disattese (incertezza fondamentale), sia da azzardo morale (informazione asimmetrica).
- ✓ Peraltro incertezza ed asimmetria informativa non sono indipendenti in particolare in un contesto caratterizzato da eterogeneità degli insiemi informativi individuali.

7

Microfondazioni

- 2) L'avversione al rischio dei datori di fondi spiega l'andamento di P_i , ma non il razionamento del credito: se non v'è asimmetria informativa il prezzo aumenta, ma il credito non verrà mai negato.

A salvaguardia della posizione PK:

- ✓ Wolfson nega la validità delle diverse aspettative, fondando la giustificazione sulla radicale importanza dei differenziali nelle aspettative.

8

Microfondazioni

Rischio del creditore nell'approccio NK:

- La costruzione si fonda sulla sola asimmetria informativa, sia essa effettiva o potenziale, purché percepita.
- Fondamentale è che i creditori credano che i debitori dispongano di maggiore informazione e pertanto attuino nei loro confronti strategie difensive: razionamento del credito e razionamento azionario.

9

Microfondazioni

- EFFETTO PREZZO:
L'asimmetria informativa porta ad un aumento del costo del credito (fonti esterne) e quindi ad un più intenso ricorso alle fonti interne.
- EFFETTO QUANTITA':
L'elemento azzardo morale induce i creditori a negare il credito anziché richiedere un prezzo maggiore, poiché non hanno garanzie sufficienti.

10

Microfondazioni

Il rischio del debitore:

- Spiegazioni concettualmente simmetriche a quelle relative al rischio del creditore da parte di PK e NK.
- Il contributo di Kalecki, la TEORIA DEL RISCHIO CRESCENTE: i debitori hanno duplice incentivo all'indebitamento (fallimento meno incisivo, sfruttamento della leva finanziaria). Incertezza e asimmetria informativa sono sempre connesse.

11

Prospettive macroeconomiche

Prospettiva Pk: l'ipotesi di Instabilità finanziaria.

- Hp: esistenza incertezza fondamentale in ogni mercato.
- Da tale ipotesi derivano: fragilità finanziaria endogena e spiegazione endogena delle fluttuazioni cicliche di caduta del sistema.
- L'attenzione si focalizza sui flussi di cassa, dai quali può essere poi dedotta la redditività, poiché la relazione tra creditori e debitori si fonda sulla valutazione della liquidità.

12

Prospettive macroeconomiche

Fragilità finanziaria

- La fragilità finanziaria può essere brevemente definita come la sensibilità dell'impresa ad aspettative non realizzatesi.
- È influenzata positivamente da incrementi di *cash flow*, percepiti come calo della rischiosità, e negativamente da incrementi dell'indebitamento.

13

Perché accrescere il proprio indebitamento consci del rischio di fallimento?

- Incertezza fondamentale
Privi di un oggettivo fondamento per la formazione delle aspettative, gli individui si fidano della visione convenzionale (sostituto imperfetto - può rispecchiare le effettive condizioni economiche, ma anche dar luogo a bolle razionali - della rappresentazione soggettiva a livello aggregato)
- Competizione
Gli individui cercano di sfruttare al meglio la visione convenzionale, conformandosi ad essa o comportandosi come speculatori, scommettendo contro le convinzioni prevalenti.

14

Perché accrescere il proprio indebitamento consci del rischio di fallimento?

- Se il debitore decidesse di limitare il proprio *leverage* al fine di prevenire il rischio di fallimento percepito, sarebbe presto scartato dai creditori: debitori con maggior indebitamento godono di maggiori *cash flow* e segnalano, a parità di redditività, maggiori profitti ai creditori.
- Inoltre il mancato sfruttamento della leva finanziaria conduce ad un decremento della redditività operativa.

15

Prospettive macroeconomiche Il modello di Hyman P.Minsky

- Definito IPOTESI DI INSTABILITA' FINANZIARIA, indaga le ragioni principali che stanno all'origine della condizione di fragilità finanziaria che caratterizza ogni economia capitalista
- "L'instabilità finanziaria è legata all'importanza relativa nell'economia di:
 - *cash flow* di reddito (salari, stipendi e pagamenti per l'acquisto di beni intermedi e finali)
 - *cash flow* di bilancio
 - *cash flow* di portafoglio"

[H.P.Minsky]

16

- Dinamica economica spiegata tramite l'analisi delle posizioni finanziarie degli individui

- Minsky individua tre posizioni caratteristiche:
 1. Unità coperta
 2. Unità speculativa
 3. Unità Ponzi (o ultraspeculativa)

17

1. Finanza coperta: i *cash flow* di reddito sono sufficienti a far fronte agli impegni di pagamento sul debito.

2. Finanza speculativa: l'impresa rinnova il debito per far fronte a *cash flow* di bilancio superiori alle entrate

3. Finanza ultraspeculativa: l'impresa non essendo in grado di pagare interessi ed obbligazioni,attira a sé nuovi fondi,aumentando il volume dei debiti,si accentuano gli squilibri tra flussi monetari.

18

- Una delle cause principali dell'instabilità deriva dal comportamento teso alla ricerca di profitti .
- Un'economia che partisse da una posizione solida, di finanza coperta, verrebbe in ogni caso compromessa dall'interesse delle istituzioni finanziarie a guadagnare aumentando l'effetto leva finanziaria sull'economia reale.
- Col tempo, dunque, nessuna economia può evitare di ricadere nel sistema speculativo, prima, e Ponzi, dopo. A quel punto la fragilità finanziaria è tale da rendere l'economia suscettibile di una crisi.

19

Prospettive macroeconomiche

Come si giunge razionalmente ad un indebitamento ingestibile?

La stabilità è, secondo Minsky, essa stessa destabilizzante come mostrato dall'analisi della dinamica ciclica.

20

Fine depressione:

- bassi livelli delle variabili reali
- forte incertezza fondamentale
- visione convenzionale pessimistica
- capacità produttiva inutilizzata
- sole unità coperte, solide
- fragilità finanziaria bassa

21

1. Ripresa

Intervento autorità di PE a sostegno della domanda e del credito:

- aumento di domanda
- realizzazione superiore alle aspettative
- visione perciò ottimistica e conseguente aumento degli investimenti
- fondi offerti a basso prezzo incrementano l'indebitamento (e con esso la fragilità finanziaria)

22

2. Espansione

- Aspettative euforiche
- Confidenza individuale nella visione convenzionale raggiunge il suo massimo
- Quanto più lunga è questa fase, tanto più numerose divengono le unità ultraspeculative
- Fragilità finanziaria crescente

23

3. Recessione

- Il ritmo della crescita economica implicato dalle aspettative finanziarie supera quello sostenibile dall'economia reale (per la non contestualità di: momento decisionale, finanziamento e rendimento)
- Aspettative cominciano ad essere negative
- Creditori razionano il credito (rendendosi conto dell'inutilità di chiedere premi più elevati)
- Cadono gli investimenti

24

- I debitori vendono attività al di sotto del loro prezzo per evitare il fallimento (perdita di liquidità)
- Le aspettative diventano sempre più pessimistiche
- Aumenta l'incertezza
- Un grande numero di imprese e banche fallisce

Aspetto positivo della deflazione:

- Deflazione da debiti riduce la fragilità finanziaria: le unità ultraspeculative e molte speculative escono dal mercato.
- Ripresa nuovo ciclo economico.

25

Critiche alla teoria di Minsky:

- Dopo gli anni '30 le economie capitalistiche non hanno affrontato crisi finanziarie determinate dalle aspettative di intensità e durata simili a quelle di tale periodo
- Eccessivamente pessimistica, difficilmente vi si può trovare un limite endogeno al crollo del sistema

26

Prospettive macroeconomiche.

La prospettiva NK: emendamenti all'ipotesi di instabilità finanziaria.

- Meccanismo di propagazione del ciclo economico di natura finanziaria con hp di mercati dei capitali imperfetti in modelli di EEG.
- L'interpretazione NK fornisce una base oggettiva sia per il comportamento individuale che per il comportamento aggregato cioè la presenza di asimmetria informativa induce i creditori a preoccuparsi più dei profili di liquidità che della redditività (micro) e vede la presenza di vincoli finanziari stringenti anche prima che avvenga un cambiamento nelle aspettative

27

Prospettive macroeconomiche.

- L'approccio NK individua due canali attraverso i quali l'asimmetria porta a fluttuazioni cicliche guidate da aspetti finanziari:
 - a) Esistenza di debitori dipendenti dalle banche ⇒ razionamento azionario.
 - b) Esistenza di vincoli finanziari sui debitori ⇒ razionamento credito.

28

Prospettive macroeconomiche.

- a) I debitori non possono raccogliere fondi tramite il mkt azionario: l'asimmetria info agisce tramite il razionamento azionario e/o l'autoselezione.
- b) Restrizioni monetarie dovute a \uparrow costi di monitoraggio per \uparrow asimmetria informativa opp. caduta dei risparmi delle famiglie ecc.. Porta ad una restrizione del credito il cui effetto aggregato è riduzione degli investimenti, produzione e occupazione.

29

Prospettive macroeconomiche.

L'interazione di incertezza fondamentale e informazione nel ciclo economico è particolarmente importante perché:

1. Migliora la giustificazione teorica dell'esistenza di punti di svolta ciclici endogeni.
2. Spiega perché le dinamiche del sistema possano essere contenute entro soffitti e pavimenti che si producono endogenamente.

30

Prospettive macroeconomiche

Hp modello:

- Incertezza fondamentale
- Asimmetria informativa
- Agenti non rappresentativi e mkt non perfettamente concorrenziali
- No piena occupazione

31

Prospettive macroeconomiche

Si inizia l'analisi del ciclo da un punto di minimo (lunga depressione). Le imprese con finanza protetta sono sopravvissute alla fase negativa del ciclo guadagnandosi così buona reputazione perciò:

- Fragilità finanziaria del sistema è molto bassa
- Le aspettative sono minime
- Massimo livello di incertezza fondamentale
- Informazione asimmetrica bassa
- Parte della capacità produttiva rimane inutilizzata
- Livello occupazione e salari basso

32

Prospettive macroeconomiche

I fase: ripresa.

- le imprese si affidano alle proprie risorse interne per finanziare l'attività, dato che la capacità produttiva non è pienamente utilizzata:
occupazione ↑ consumi ↑ AD ↑ fabbisogno investimenti ↑
- La finanza interna non è più sufficiente a sostenere la crescita dell'investimento e le imprese si rivolgono alle banche da cui ottengono credito a basso costo.
- Incertezza fondamentale comincia a diminuire, le aspettative diventano ottimistiche ed essendo confermate la ripresa è ulteriormente favorita, la AD si espande e nuove imprese hanno accesso al mkt (senza reputazione).

33

Prospettive macroeconomiche

- Il livello di asimmetria informativa nel sistema inizia ad aumentare segue che le banche applicano un tasso i più elevato sui finanziamenti concessi a causa di un > rischio.
- N.B. durante la ripresa le aspettative sono vere cioè il sistema economico è in grado di soddisfarle ma, + sono convalidate + diventano "troppo ottimistiche".
- Segue un calo del livello incertezza fondamentale
- Redistribuzione del reddito all'interno del sistema spostamento ricchezza impresa/lavoratori e creditori/ debitori e incentiva la tendenza all'indebitamento

34

Prospettive macroeconomiche

II fase: espansione.

- le aspettative euforiche favoriscono l'insediamento di unità speculative e ultraspeculative nel sistema, ↑ il livello di fragilità.
- Quando l'asimmetria info arriva al max le banche iniziano a razionare il credito.
- Bolla speculativa: le aspettative sono troppo ottimistiche rispetto alla reale condizione del sistema.
- Scoppio della bolla: il sistema non riesce + a soddisfare le aspettative.

35

Prospettive macroeconomiche.

III fase: recessione.

- I finanziamenti altamente speculativi conducono ad un indebitamento che i flussi di cassa non riescono più a coprire.
- Le banche razionano maggiormente il credito.
- Cadono: investimenti, prodotto e occupazione
- Le aspettative ottimistiche vengono disattese ed incertezza fondamentale è max.
- Le aspettative divengono pessimistiche e vengono confermate del sistema, l'incertezza fondamentale ↓ e raggiunto il minimo il sistema entra in depressione.

36

Prospettive macroeconomiche.

IV fase: depressione.

- Le aspettative sono troppo pessimistiche sottovalutano le capacità del sistema economico.
- Incertezza fondamentale \uparrow fino al punto di svolta verso la ripresa.

Considerazioni: incertezza fondamentale e asimmetria informativa hanno un ruolo diverso nel determinare la dinamica ciclica:

- L'andamento dell'asimmetria info è prociclico:
 - \uparrow durante di ripresa ed espansione
 - \downarrow in recessione e depressione

37

Prospettive macroeconomiche.

- L'introduzione dell'asimmetria informativa permette di dare una spiegazione endogena anche del punto di svolta inferiore.
- Il ruolo dell'informazione asimmetrica è determinare i punti di max e di min delle oscillazioni.
- Il ruolo dell'incertezza fondamentale è quello di determinare i passaggi intermedi: da ripresa a espansione e da recessione a depressione.
- Questi passaggi avvengono quando le aspettative divengono troppo ottimistiche/pessimistiche.

38