



**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI FERRARA**

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA ISTITUZIONI TERRITORIO

Via Voltapaletto, 11 - 44100 Ferrara

## Quaderno n. 10/2009

April 2009

**Riflessioni circa la natura della crisi,  
le vie per uscirne e le opportunità da (non) cogliere**

**Annaflavia Bianchi**

**Paolo Pini**

### **Quaderni deit**

**Editor:** Giovanni Ponti ([giovanni.ponti@unife.it](mailto:giovanni.ponti@unife.it))  
**Managing Editor:** Patrizia Fordiani ([patrizia.fordiani@unife.it](mailto:patrizia.fordiani@unife.it))  
**Editorial Board:** Giovanni Masino  
Simonetta Renga

<http://www.unife.it/dipartimento/economia/pubblicazioni/collana-quaderni-dipartimento/>

Aprile 2009

**Riflessioni circa la natura della crisi, le vie per uscirne e le opportunità da (non) cogliere.**

*Ovvero: “siamo tutti keynesiani”, ... anzi no, la bufera è già passata, ritorniamo ad essere liberisti!*

di Annaflavia Bianchi<sup>^</sup> e Paolo Pini<sup>\*</sup>

Sommario

In queste note ci poniamo due ordini di quesiti. Primo, quanta responsabilità ha la politica (economica) nell'aver contribuito alla generazione della attuale crisi economica, che molti vedono come crisi o fallimento dei meccanismi di mercato, e quanta parte hanno avuto le idee dominanti nella disciplina economica che hanno contraddistinto almeno gli ultimi 25-30 anni nel supportare quella politica? Secondo, le caratteristiche della crisi, le sue conseguenze, e la sua evoluzione possibile - ma non scontata ! - da *recessione globale* a *depressione globale*, oltre a proporre un ripensamento sulle politiche (economiche) adottate nel passato, e giudicate da molti inadeguate (ma è un eufemismo!), sono tali da lasciare intravedere svolte significative nella sfera della politica, per rimediare a scelte errate ed anche a idee errate? Avanziamo risposte aperte in entrambi i campi: le forze in gioco che hanno contribuito alla crisi (la politica e le idee) sembrano essere ancora troppo potenti per consentire forse una svolta. Inoltre, le dinamiche economiche e soprattutto gli interessi economici di chi presiede a tali dinamiche non sembrano andare in direzioni che lascino molto spazio all'ottimismo della volontà, quando invece prevale un pessimismo della ragione. Se sulle opportunità da cogliere e da non cogliere rimangono dubbi seri, sulla natura della crisi e le vie per uscirne le convinzioni sono più radicate, e quindi su questi fronti ci sentiamo più attrezzati per contrastare, accanto al fallimento del mercato, il fallimento della politica e fallimento delle idee.

Abstract

In the following pages, we focus on two sets of issues. First, which share of responsibility for the current economic crisis is on the shoulders of the (economic) policy as contributor of its occurrence – as the crisis is generally seen as the result of market failure – and which share of responsibility is to be attributed to mainstream economics dominant ideas, supporting that policy for the last three decades? Second, the crisis is inducing to reconsider the (economic) policies adopted in the past and considered totally inadequate by many scholars. Will the crisis characteristics, its consequences, and its potential – although not given - evolution from the current *global recession* to a *global depression*, bring to a turning point to adjust wrong choices and wrong ideas? Open answers to both issues are provided: powers at play which contributed to the (policy and ideas) crisis are still too strong to allow a turning point. Additionally, economic dynamics and economic interests of those who orchestrate those dynamics seem not to leave much room for the *optimism of the will*, when it is the *pessimism of the intellect* which prevails. Doubts still exist about which opportunities should be caught or abandoned. On the nature of the crisis and on its ways out our beliefs are more rooted, so they are presented here to contrast both market failure, policy failure and ideas failure.

**Jel codes:** E1, E3, E6, D8, F4, G1

**Keywords:** Recession and depression, financial crisis, economic policy, macroeconomic theory, market failure, policy failure, theory failure

---

<sup>^</sup> Università di Ferrara e Faber-Industria e Futuro

<sup>\*</sup> Università di Ferrara

## Introduzione

1. Non vi è dubbio che nel recente “dibattito” sulla crisi economica ed sul rischio di *depressione* globale - e non più solo di *recessione* globale - alcune posizioni abbiano (relativamente) colpito più di altre osservatori minimamente attenti. Come non iniziare segnalando le posizioni di quanti, senza nominarli esplicitamente, si sono espressi al manifestarsi della crisi nella schiera di coloro che attribuiscono al funzionamento senza regole dei mercati l'origine della crisi stessa e del suo deflagrare a livello internazionale. Sono questi stessi operatori dei mercati, grandi o piccoli finanziari, e certo anche studiosi accademici di provata fede, che trovavamo sino a pochi istanti prima tra i più assidui e convinti sostenitori della tesi opposta, di quella tesi che vedeva nel libero mercato, delle merci, dei capitali e del lavoro, nel contesto di una globalizzazione sempre più estesa dei mercati, lo strumento principe della crescita economica, del benessere e della ricchezza - anche in senso smithiano - delle nazioni, di quelle sviluppate ma soprattutto di quelle sottosviluppate o in via di sviluppo, lo strumento cardine di un benessere certamente diffuso.

Colpisce questa ri-valutazione critica del ruolo del libero mercato nel 2008 in un contesto intellettuale ancora fortemente dominato, in ambito accademico ancor più che in quello della politica, da una forte *ortodossia* economica che si è affermata e sviluppata sin dalla fine degli anni settanta del secolo scorso.

### **1. Una breve cronistoria e la potenza delle idee**

2. *Una breve cronistoria.* Le due fasi di crisi economica degli anni settanta del secolo scorso, negli anni iniziali ed a metà, hanno segnato di certo fenomeni epocali, innescati dalla crescita del mercato dei petrodollari e dalle crisi petrolifere, ma soprattutto dalla decisione nell'agosto del 1971 delle autorità americane (amministrazione Nixon) di non garantire più la convertibilità del dollaro americano in oro (35\$ per oncia). Tale decisione ha posto termine alla fase iniziata nel dopoguerra, a Bretton Woods, New Hampshire, nel luglio del '44, e che aveva visto la supremazia della moneta americana nel sistema monetario internazionale. Tale supremazia era accompagnata dal vincolo di adottare politiche monetarie che mantenessero tassi di cambio fissi, l'operare di due istituzioni finanziarie internazionali create a seguito di quell'accordo e divenute operative nel 1946, il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale, ed il successivo accordo per la liberalizzazione del commercio mondiale (nel 1947 viene firmato il GATT).

Questa fase, peraltro neppure tanto lunga (in crisi già negli anni sessanta per la necessità di finanziare la guerra del Vietnam), di supremazia del ruolo delle politiche monetarie sui cambi, e di quelle fiscali per il controllo del ciclo economico anche mediante gli strumenti keynesiani classici,

imposte e spesa pubblica con l'aggiunta della pretesa ardità - ma all'epoca credibile - del *fine tuning delle politiche macroeconomiche*, veniva sostituita da una fase altrettanto lunga caratterizzata dal ritorno ad una precedente ortodossia presentata sotto nuove vesti, in particolare in macroeconomia quella delle aspettative razionali di Sargent, Lucas, Prescott, ad esempio, con i loro modelli di *Real Business Cycle*, e quelli successivi basati sulle ipotesi di mercati completi, di equilibrio generale con banditore razionale, di modelli lineari *well-behaved* con disturbi stocastici additivi<sup>1</sup>. Il messaggio di base era semplice e "fondamentalista" al contempo: "la politica economica non può fare nulla, e non deve fare nulla". I governi e le istituzioni devono adottare una regola di determinazione della crescita dell'offerta di moneta ed attenersi rigidamente a quella regola per accompagnare la crescita della produzione e del reddito, la politica fiscale non solo è inutile, ma addirittura controproducente in quanto introduce potenziali disturbi sui mercati, i quali a loro volta devono essere liberi di operare e garantire da soli l'ottima allocazione sia delle risorse che della ricchezza prodotta. La nuova ortodossia si basa sulla convinzione che il problema del controllo delle diverse fasi del ciclo economico non debba più comparire nell'agenda dei *policy maker* e delle istituzioni di governo, le quali devono unicamente garantire il libero funzionamento dei mercati, ad iniziare da quello dei capitali, finanziari anzitutto, per estendersi a quello delle merci, e (eventualmente) a quello del lavoro. Le politiche keynesiane di controllo delle spese e delle entrate, quelle monetarie per il controllo dell'inflazione e dei tassi di cambio, ed anche quelle re-distributive della ricchezza prodotta, vengono così messe in soffitta per lasciare spazio alle politiche di liberalizzazione dei mercati e di privatizzazione dell'economia. Un ritorno all'*ancient regime* pre-keynesiano, ovvio re-introdotto con un *new and more appealing style*, ma ancor più fondamentalista del monetarismo di Milton Friedman.

I filosofi e gli economisti ci dicevano che per svariate e profonde ragioni la libera iniziativa privata avrebbe portato il massimo bene per il complesso delle persone. Che cosa avrebbe potuto andar meglio d'accordo con l'uomo d'affari? E poteva un osservatore pratico, guardandosi intorno, negare che i grandi progressi che distinguevano il tempo in cui viveva fossero dovuti all'attività di individui che operavano per sé medesimi unicamente? Così il terreno era adatto per la dottrina che, per motivi divini, naturali o scientifici, l'azione statale dovesse essere strettamente confinata e la vita economica, non regolata fin dove fosse possibile, fosse lasciata all'abilità e al buon senso dei cittadini singoli, animati dall'ammirevole motivo di cercare di farsi la propria strada nel mondo. (Keynes, 1926, trad. it., 1991, p.25).

3. Cosa c'entra tutto ciò con la crisi attuale ? C'entra, ed anche molto. Diciamo che la crisi attuale è anche il risultato, se non il risultato principe, della ortodossia dominante, di quella dottrina che riteneva che il ciclo economico fosse un fenomeno non più attuale e reale per gli economisti,

---

<sup>1</sup> Sulla inutilità di gran parte della ricerca teorica accademica ortodossa in campo macroeconomico, si invita a spendere qualche tempo a leggere le riflessioni di un famoso economista olandese di scuola keynesiana, Willem Buiter, della London School of Economics and Political Science, che nel suo blog sul *Financial Times* così conclude una sua lunga nota: "I believe that the Bank [of England] has by now shed the conventional wisdom of the typical macroeconomics training of the past few decades. In its place is an intellectual potpourri of factoids, partial theories, empirical regularities without firm theoretical foundations, hunches, intuitions and half-developed insights. It is not much, but knowing that you know nothing is the beginning of wisdom." (Buiter, 2009).

per le autorità di governo, per gli operatori dei mercati, i quali tutti si dovevano occupare di altro, specificamente di garantire mercati liberi ed accessibili su scala globale. L'ortodossia dominante chiedeva una cosa semplice ed unica, quella di ridurre il peso delle regole, quindi di deregolamentare i mercati, e consentire agli agenti di muoversi in un mondo più flessibile e reattivo ai cambiamenti endogeni ed a quelli esogeni. In altri termini si era sostituita l'idea del "fallimento dei mercati" con quella opposta del "fallimento del governo dei mercati", se non del "fallimento dello stato" *tout court*.

Con questo non si ritiene che l'ortodossia economia sia stata così forte e potente da condizionare intellettualmente il governo e la dinamica dell'economia reale. E' vero certo che la dinamica dell'economia reale, i fenomeni di internazionalizzazione dei mercati, delle imprese, a livello sempre più globale, consentiti dalle dinamiche endogene del progresso tecnologico, organizzativo ed informatico, abbiamo avanzato una domanda forte di deregolamentazione dei mercati, una domanda rivolta alle istituzioni che sempre meno mostravano la capacità di governare nuovi fenomeni e nuovi attori, su scala sovra-nazionale. Tale domanda ha trovato una efficace sponda nel pensiero economico liberista dominante negli anni ottanta e novanta, ed ha poi trovato un efficace supporto nei nuovi governanti dei paesi sviluppati e delle istituzioni internazionali che, alla ricerca di nuovi paradigmi di politica, si sono dimostrati molto permeabili alla ortodossia dominante nella sfera economica. In altri termini, gli attori alla base delle nuove dinamiche dell'economia reale avanzavano domande di deregolamentazione, i governi nazionali e le istituzioni internazionali si trovavano incapaci nel governare tali nuove dinamiche a livello globale e le continue innovazioni nei mercati, la scienza economica si rifondava su basi liberiste e forniva ai *policy maker* le giustificazioni teoriche ed empiriche per attuare le politiche di liberalizzazione che i mercati domandavano con vigore. Non è forse la supremazia delle idee, ma certo le idee sono molto potenti, qualora rispondano a domande forti dell'economia.

Le idee degli economisti e dei teorici della politica, giuste o errate che siano, sono più influenti di quanto normalmente si creda. A ben vedere esse, e non altre, hanno un ruolo dominante in ogni parte del mondo. [...] presto o tardi sono le idee e non gli interessi contingenti che prevalgono, sia nel bene che nel male. (Keynes, 1936, trad. it., 1971, p.527).

4. Sembra ora che questa visione venga messa in discussione da molti. Si osserva che la fase del liberismo e delle politiche liberiste in mercati deregolamentati ed ancor più da deregolamentare ha mostrato limiti su molti fronti. Certo ha consentito la crescita economica e della ricchezza in una fase di globalizzazione dei mercati in cui nuovi attori e nazioni, se non continenti, entravano nel gioco competitivo a somma positiva. Ma ha determinato vari effetti collaterali non particolarmente graditi ed auspicabili, che per alcuni studiosi hanno minato la crescita stessa. La crescita della ricchezza non è stata un fenomeno diffuso, si è concentrata in alcune aree del mondo ed in alcune

aree della società, ha lasciato ai margini popoli interi e classi sociali intere, i fenomeni di esclusione piuttosto che quelli di inclusioni hanno prevalso, tanto che da anni vi sono evidenze circa la crescita delle disuguaglianze sia nei paesi sviluppati ed industriali, sia in quelli sottosviluppati ed in via di sviluppo, disuguaglianze nei redditi che sono cresciute, disuguaglianze nelle condizioni e nelle opportunità di partenza delle persone che sono anche esse aumentate. La crescita ha anche portato ad un eccessivo sfruttamento – ed anche qui minato da disuguaglianze – delle risorse naturali e di quelle ambientali, con effetti negativi nei paesi ove queste risorse sono localizzate, e nei paesi dove vengono importate e poi utilizzate. Su entrambi i fronti, disuguaglianze ed ambiente, i segnali indiscutibili circa le loro criticità non si sono però tradotti in *policy* perseguite ed efficaci, ma spesso in semplici annunci, essendo l'agenda dettata dal pensiero ortodosso del liberismo. Le dinamiche del mercato ed i non interventi “correttivi” al libero mercato, anzi gli interventi a supporto della deregolamentazione, hanno prodotto squilibri globali e si sono tradotti nel rischio ora evidente di minare la crescita stessa, e di generare il rischio di una *depressione* globale.

Liberiamoci dai principii metafisici o generali sui quali, in varie occasioni, si è basato il *laissez-faire*. *Non* è vero che gli individui posseggano una «libertà naturale» nelle loro attività economiche. Non vi è alcun patto che conferisca diritti perpetui a coloro che posseggono o a coloro che acquistano. Il mondo *non* è governato dall'alto in modo che gli interessi privati e sociali coincidano sempre. Esso *non* è condotto quaggiù in modo che in pratica essi coincidano. *Non* è una deduzione corretta dai principii di economia che l'interesse egoistico illuminato operi sempre nell'interesse pubblico. Né è vero che l'interesse egoistico *sia* generalmente illuminato; più spesso individui che agiscono separatamente per promuovere i propri fini sono troppo ignoranti o troppo deboli persino per raggiungere questi. L'esperienza *non* mostra che gli individui, quando costituiscono un'unità sociale, siano sempre di vista meno acuta di quando agiscono separatamente. (Keynes, 1926, trad. it., 1991, p.37).

5. Evidenza comunque rilevante è che, contrariamente a quanto atteso dalla ortodossia economica, il ciclo economico è tornato a riempire l'agenda dei governi e ad essere percepito direttamente dalle imprese e dalle famiglie, quel ciclo, con le sue cadenze positive e negative, che sembrava non preoccupare più gli economisti e neppure i governanti. Questo ritorno di attualità del ciclo economico, e della conseguente necessità delle politiche macroeconomiche di intervento, ha sorpreso alcuni, ma non tutti in verità. La crisi attuale si presenta certo con le sue caratteristiche di novità rispetto alle precedenti, rispetto alla Grande Crisi del '29 anzitutto, ma certo presenta anche forti caratteristiche di persistenza e ricorrenza, e di similarità con quella crisi e con le crisi successive. Non è in effetti un fenomeno nuovo, ed a ricordarcelo sono proprio quegli economisti, questi sì non appartenenti al pensiero ortodosso, che non hanno abbandonato l'idea della instabilità del capitalismo e del suo procedere per fasi di crescita e di decrescita, di fasi di creazione e distruzione di reddito, di ricchezza, di benessere. Non ci riferiamo qui ai classici dell'economia politica, quanto a coloro che negli anni del dominio del pensiero ortodosso hanno avuto modo di prendere le distanze da quella visione.

## 2. La crisi attuale: quali le novità e quali le costanti

6. L'origine della attuale crisi, è noto, sta nei mercati finanziari, ed è iniziata con la bolla dei prestiti *subprime* nel 2007, per trasmettersi nel 2008 nell'economia reale, ovvero nei mercati delle merci, dei beni e dei servizi, e nei mercati del lavoro. Il suo epicentro non è stato la periferia del mondo, ma il centro finanziario del mondo, Wall Street. Da una fase di euforia dei mercati, ben illustrata da Minsky (1986), in cui i valori delle attività finanziarie e reali crescevano oltre i livelli ragionevoli di mercato dando luogo ad attività puramente speculative di tipo endogeno soprattutto nei mercati finanziari e producevano un flusso di prestiti il cui rimborso sarebbe divenuto non sostenibile nel medio e lungo periodo, si passa ad una fase in cui l'eccesso dei debiti da rimborsare sulla creazione di nuovi crediti produce stati di insolvenza che portano alla inversione nel mercato del prestiti, a restringere la disponibilità di fondi ed a chiudere posizioni debitorie vendendo attività anche a prezzi sfavorevoli, accrescendo in tal modo la tendenza al ribasso nel mercato. Si tratta della crisi finanziaria nota come *Minsky momentum*. La specificità della crisi attuale è che essa ha come riferimento una componente centrale dell'economia reale americana, il mercato delle abitazioni residenziali, e che quindi ha avuto un impatto piuttosto immediato su tale mercato, sulle famiglie coinvolte e strette dal peso dei mutui e sulle imprese del settore delle costruzioni e dei molti settori ad esso collegati. Ma la specificità più rilevante è costituita da un fenomeno finanziario che è cresciuto negli anni novanta e che ha governato la crescita della bolla speculativa dei *mutui subprime*, con rilevanza superiore al passato. Cioè il fatto che i soggetti finanziari, ovvero le società di mutui, che tradizionalmente si accollavano il rischio del prestito, detenendo i prestiti stessi, abbiano operato trasferendo tale rischio ad altri operatori i quali a loro volta hanno proceduto a trasferire ad altri ancora il rischio medesimo, e così via, in una catena nella quale passaggio dopo passaggio non era più chiaro quale fosse l'effettivo grado di rischio del prestito concesso e soprattutto l'effettivo rischio delle attività finanziarie che, a caduta, contenevano quel rischio iniziale, in assenza di un meccanismo che consentisse che il valore attribuito a questi prodotti finanziari venisse influenzato dal rischio ad essi associato. Un processo questo che sta dietro i termini di cartolarizzazione dei mutui e di innovazione finanziaria (derivati e finanza strutturata). Naturalmente vari fattori hanno consentito tali dinamiche, primi fra tutti la diminuzione della regolamentazione nei mercati finanziari per le attività finanziarie esistenti, e la non regolamentazione delle attività finanziarie innovative. Al fondo vi è anche la eliminazione della distinzione normativa tra le attività svolte dalle banche commerciali e quelle invece svolte dalle

banche di investimento<sup>2</sup>, nella misura in cui le prime si comportano come le seconde senza averne le caratteristiche strutturali e patrimoniali, e le seconde si comportano come le prime senza però assicurare come devono fare le prime i prestiti concessi con opportuni livelli patrimoniali interni, senza sottostare agli obblighi di sicurezza e garanzia che governano le prime, e senza assumere in proprio i rischi delle attività di debito e prestito ma trasferendoli ad altri operatori, agli ultimi della catena, i sottoscrittori finali delle variegata e molteplici attività finanziarie, ovvero i risparmiatori.

7. La dinamica esplosiva del mercato immobiliare americano e degli strumenti finanziari con i quali tale esplosione è stata supportata e quindi il suo successivo crollo trovano anche origine nei comportamenti di specifici mercati ed operatori che hanno funzionato ed agito in un contesto nel quale gli incentivi e le informazioni si sono dimostrati grandemente distorti e che hanno generato anche comportamenti non certo isolati di tipo fraudolento. Già negli anni novanta, casi significativi di problemi informativi e di incentivi distorti erano stati segnalati ed indicati come responsabili di famosi scandali sui mercati finanziari. Stiglitz (2003) fu uno dei primi economisti a fornire una interpretazione di tali scandali in modo sistematico chiamando in causa il funzionamento dei mercati finanziari e di incentivi distorti che favorivano l'assunzione ed il trasferimento di rischio eccessivo e non giustificato, ed anche comportamenti fraudolenti. Fenomeni analoghi sono presenti ed all'origine anche di questa crisi finanziaria ed economica (Stiglitz, 2008). Incentivi distorti hanno riguardato vari aspetti dei mercati: il sistema di retribuzione e di premi per i manager; le *stock options* che valgono in caso di successo nella realizzazione dell'obiettivo ma non in caso di insuccesso (per i guadagni si viene premiati, ma per le perdite non si subiscono penalizzazioni); gli incentivi ed i premi per chi offriva i mutui per l'edilizia residenziale che induceva a fornire credito sui prestiti concessi per ottenere i premi ed ad estendere i prestiti anche a soggetti palesemente impossibilitati ai rimborsi e quindi con alta probabilità a divenire insolventi; il sistema di contabilità aziendale che consentiva di non considerare i premi tra i costi aziendali ma tra i profitti d'impresa, le pratiche di cartolarizzazione dei mutui immobiliari con differenti gradi di rischio che venivano "impacchettati" in modo del tutto non trasparente per i sottoscrittori; la pratica di elevare sempre più il rapporto tra prestiti concessi e patrimonio (*leverage*) delle banche commerciali e delle banche di investimento e gli schemi finanziari a piramide rovesciata che si basano su modelli errati e non razionali; i sistemi di valutazione e certificazione dei bilanci aziendali e bancari, attività svolta da

---

<sup>2</sup> Come è noto, le banche commerciali raccolgono i depositi dai clienti, non possono realizzare operazioni ritenute troppo rischiose sui mercati finanziari e reali, sono tenute a mantenere riserve liquide, obbligatorie e libere, ad avere un capitale elevato rispetto agli impieghi, contribuire ad un sistema di assicurazione dei depositi, sono soggette a restrizioni severe sui loro impieghi ma possono accedere al credito erogato dalle banche centrali, ed i depositi della clientela sono garantiti da istituzioni pubbliche e da strutture consortili; le banche d'investimento non possono raccogliere depositi dalla clientela, non sono quindi soggette al rischio della "corsa agli sportelli" nelle fasi di panico, possono assumersi maggiori rischi ed intraprendere attività di prestito e debito a più lungo termine, a fronte di minori regolamentazioni non hanno accesso privilegiato a crediti erogati dalle banche centrali e non necessitano di garanzie in ultima istanza da parte di istituzioni pubbliche o strutture consortili.



specifiche società remunerate dai committenti medesimi, ovvero dalle società stesse i cui bilanci sono oggetti di valutazione e certificazione; gli incentivi per le società di *rating* che valutano gli strumenti finanziari, anche in tal caso remunerate e premiate dagli stessi soggetti che emettono gli strumenti finanziari da essere valutati; gestioni e pratiche finanziarie che venivano e vengono presentate come metodi di diversificazione del rischio e che invece presentano elevata correlazione positiva e che, quindi, invece di diversificare e ridurre il rischio, lo accrescevano e lo espandevano a tutte le forme di risparmio proposte dai gestori; conflitti di interesse tra le istituzioni preposte al controllo e la normativa che nel frattempo procedeva nel deregolamentare i mercati dove le società operavano; le assicurazioni e le regole di garanzia per le banche e per le istituzioni finanziarie che accollano ad istituzioni superiori, banca centrale e/o bilancio statale e quindi chi a pagherà le tasse, i costi di fallimenti o di operazioni finanziarie troppo rischiose e fallite, mentre i successi in scommesse rischiose vanno a beneficio delle istituzioni bancarie, di chi è loro proprietario e dei loro manager, ovvero si privatizzano i guadagni ma si socializzano le perdite senza che vi sia un adeguato controllo a priori delle attività svolte. In questo caso specifico, di rilevanza cruciale per la sua estensione, qualora il salvataggio (da parte dei prestatori di ultima istanza, banca centrale o governo) si estendesse dalle banche tradizionali alle banche di investimento ed ai fondi di investimento (come è avvenuto di recente negli Stati Uniti) i rischi di socializzazione delle perdite e di privatizzazione dei guadagni risulterebbero amplificati ed, in assenza di regole stringenti di controllo *ex-ante*, l'assunzione di decisioni rischiose da parte delle istituzioni finanziarie verrebbe incentivata piuttosto che disincentivata (azzardo morale). Si affermerebbe un sistema di incentivi distorto che accrescerebbe anche il rischio di comportamenti fraudolenti e predatori. In verità, come suggerisce Stiglitz (2008), il mercato ha mancato proprio di svolgere in modo corretto il proprio compito, quello di allocare in modo efficiente i capitali e di gestione del rischio e ne è derivato il *fallimento del mercato* in assenza di norme, regole ed anche di autorità che ne governino il funzionamento ed in presenza invece di incentivi distorti.

8. Ma anche questo fenomeno non è affatto nuovo e forse non è specifico di questa crisi, è solo divenuto eclatante per dimensione globale con questa crisi. Come sostiene Krugman (2008), questa crisi non è poi molto differente da altre precedenti, o meglio, contiene elementi che altre crisi precedenti contenevano pure, forse la diversità è nel fatto che contiene molti di questi elementi e con dimensione maggiore che nelle crisi precedenti. La crisi dei mercati asiatici alla fine degli anni novanta è stata una crisi "quasi" sistemica, la cui origine è da ricondurre alla non regolamentazione dei mercati e dell'innovazione finanziaria, ma ancor prima le crisi dell'America Latina (Argentina) degli anni ottanta oppure la crisi del Messico nello stesso decennio, la crisi svedese del mercato immobiliare già nei primi anni novanta, a seguire la lunga crisi e depressione del Giappone nel

corso degli anni novanta, la bolla della *internet economy* e delle imprese *dot.com* da metà anni novanta e la sua crisi nel 2001-2002, che colpì non la periferia del capitalismo finanziario ma le imprese della Silicon Valley, quelle legate al mondo dell'innovazione tecnologica, dell'high-tech, del web, nella fase in cui gli investimenti nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione divenivano *drivers* strategici cruciali per la competitività, la profittabilità e la crescita delle imprese americane. Una caratteristica contraddistingue tutte queste crisi, il ruolo assunto dal cosiddetto sistema bancario-ombra (Krugman, 2008), ovvero da quell'insieme di istituzioni finanziarie che diventano sistema parabancario, che si comportano come le banche pur non sottostando alle regole delle banche e non avendo le caratteristiche che le banche hanno. Negli Stati Uniti tale sistema beneficiò grandemente dal superamento del noto *Glass-Steagall Act (Banking Act)*, adottato nel 1933 a seguito della crisi del '29, e che negli anni ottanta venne posto in discussione (con un tentativo di abrogazione nel 1987) per poi essere definitivamente abrogato nel 1999, e dalla introduzione nello stesso anno dal *Gramm-Leach-Bliley Act* che ampliava l'area di intervento delle banche commerciali nei mercati finanziari e riduceva le restrizioni a cui erano sottoposte le stesse. A seguito di tali cambiamenti, le banche commerciali potevano operare come banche di investimento sottoscrivendo e commerciando strumenti finanziari ad alto rischio, come i titoli obbligazionari strutturati, oltre che attività legate ai mutui *subprime* ed alla cartolizzazione. Al contempo, le politiche di regolamentazione non sono intervenute sulle attività delle banche d'investimento le quali, mediante l'innovazione finanziaria degli anni novanta e del decennio attuale hanno sempre più operato come banche che raccoglievano fondi a breve termine (passività verso la clientela) per effettuare investimenti rischiosi a lungo termine senza sottostare ai vincoli di assicurazione per la clientela, di copertura dei rischi, a cui era tenuto il sistema bancario. Quindi, mentre da un lato si procedeva a deregolamentare il vecchio, dall'altro non si procedeva a regolamentare il nuovo. Questo ha dato un significativo impulso alla crescita del sistema bancario-ombra nel decennio attuale, ed alla dimensione della crisi finanziaria odierna. All'origine della crisi dei mercati finanziari attuale c'è probabilmente la mancanza di regolamentazione dei nuovi mercati finanziari, delle nuove attività finanziarie e delle istituzioni che le avevano create con una politica innovativa ardita ed altamente rischiosa per i potenziali sottoscrittori dei nuovi strumenti che consentivano di raccogliere fondi a breve per reimpiegarli a lungo termine, in concorrenza con il sistema bancario, lasciando intravedere rendimenti più elevati a fronte di minori garanzie e assicurazioni sulla solvibilità del sistema. Nelle parole di Krugman, ciò che si sarebbe dovuto fare e non si è fatto “[...] era fissare una regola molto semplice: qualunque entità che faccia quello che fa una banca, qualunque entità che dev'essere salvata nei momenti di crisi come vengono salvate le banche, dovrebbe essere regolamentata come una banca” (Krugman, 2008; trad. it., 2009, p.184).

Non si tratta quindi, con la crisi attuale, solo di *fallimento del mercato*, ma anche di *fallimento della politica*.

9. Nel momento in cui la bolla del mercato immobiliare è iniziata a sgonfiarsi, gli effetti sul sistema bancario-ombra e quindi su tutti i mercati finanziari mondiali non si sono fatti attendere. Nel 2007<sup>3</sup> con la discesa del prezzo degli immobili è iniziato un percorso che ha coinvolto prima i proprietari degli immobili che avevano contratto mutui, con fenomeni di morosità ed insolvenza, poi le istituzioni specializzate nell'offerta dei mutui, con riduzioni delle garanzie reali e perdite in conto capitale sui titoli, quindi i sottoscrittori istituzionali delle attività finanziarie che contenevano le cartolizzazioni dei prestiti concessi, per giungere ai sottoscrittori finali di fondi di investimento che chiedevano rimborsi. La liquidità necessaria a far fronte alle domande di rimborso viene soddisfatta traendola anzitutto dalla vendita dei titoli divenuti altamente rischiosi, contenenti mutui *subprime* cartolizzati e non solo questi, poi traendola dal sistema bancario che, essendo crollato il mercato di quei titoli "spazzatura" con prezzi in picchiata, rimane il garante ultimo dei fondi di investimento in quanto spesso titolare di questi stessi. Le istituzioni bancarie si rivolgono quindi anche al mercato interbancario che tuttavia, a seguito di una diminuzione di fiducia reciproca tra banche, si blocca, e quindi la liquidità si riduce drasticamente anche sui mercati non direttamente coinvolti dalla crisi dei titoli ad alto rischio. Da un lato quindi si ha la corsa alla vendita di attività finanziarie verso le quali non si ha più fiducia perché sono ritenute correttamente troppo rischiose e con bassa probabilità di rimborso, dall'altro aumenta la domanda di titoli sicuri, titoli pubblici *in primis* che hanno scarsissima probabilità di non venire rimborsati<sup>4</sup>, e soprattutto la preferenza verso attività liquide, ovvero la moneta. Come osserva Krugman (2008), non si è realizzata la classica corsa di massa agli sportelli del sistema bancario tradizionale, ma la corsa agli sportelli è comunque avvenuta, si è direzionata verso il sistema bancario-ombra. Tutti questi fenomeni si sono alimentati reciprocamente, in un circolo vizioso che abbate i prezzi dei titoli rischiosi e la liquidità sui mercati, ed innalza i tassi di interesse alla clientela. Si riduce la disponibilità delle banche nella concessione di prestiti a famiglie ed imprese nell'economia reale e così, dopo il primo impatto della crisi dei mutui sul mercato dell'edilizia residenziale e settori collegati, si presentano gli effetti su altri mercati di beni e servizi, il credito al consumo si restringe, la diminuzione della ricchezza e del valore del patrimonio delle famiglie ha effetti depressivi sul consumo di beni durevoli, le imprese sono toccate da una crisi di liquidità per la riduzione del flusso di ricavi, per le difficoltà di accesso al credito, ed anche la dinamica degli investimenti ne risente in modo pesante.

---

<sup>3</sup> In verità l'inversione di tendenza del mercato mobiliare è iniziata già nel 2006, con il rallentamento nella crescita dei prezzi a fronte di una diminuzione delle vendite di unità abitative (si veda Delli Gatti (2008), che illustra con efficacia e limpidezza la sequenza degli eventi nel mercato immobiliare americano).

<sup>4</sup> Con tassi di interesse nominali vicini allo zero per i titoli di stato americani.

Per contrastare il rischio della strozzatura del credito, ma soprattutto per mantenere liquidità disponibile sui mercati finanziari soprattutto per il sistema bancario e ridurre i rischi di corsa agli sportelli, le banche centrali, ad iniziare da quella statunitense e con ritardo quella europea, hanno iniziato a ridurre i tassi di interesse applicati alle banche ed ad immettere liquidità nel sistema. Solo in parte la politica monetaria di controllo dei tassi, di fornitura di credito al sistema bancario, e di acquisto di titoli pubblici con operazioni di mercato aperto ha avuto successo, in quanto il problema non era tanto nel sistema bancario tradizionale, quanto nel sistema bancario-ombra. Le banche centrali avrebbero dovuto iniziare a fornire credito direttamente alle banche di investimento ed ai gestori dei fondi, se non addirittura acquistare titoli di finanza strutturata a garanzia di prestiti alle banche, cosa che in effetti la *FED* americana è giunta timidamente a fare. Il risultato è stato che se da un lato la liquidità immessa ha consentito una diminuzione consistente dei tassi di interesse passivi per le banche e dei tassi di interesse sui titoli di debito pubblico, analoga diminuzione non si è avuta per i tassi di interesse applicati alla clientela, famiglie ed imprese, con effetti negativi sul credito al consumo, sul mercato dei mutui, sulla disponibilità di liquidità per le imprese. La accresciuta liquidità non ha impedito un razionamento del credito, ma ha contenuto gli effetti negativi sulla solidità del sistema bancario tradizionale, indotti da quanto avveniva sui mercati finanziari rischiosi nei quali le banche stesse si erano esposte. E nei casi in ciò non è stato sufficiente, come è noto, è intervenuto direttamente lo stato con immissione diretta di risorse pubbliche che gravano sui bilanci e quindi in futuro su chi pagherà le imposte.

Molti dei maggiori mali economici del nostro tempo sono frutto del rischio, dell'incertezza e dell'ignoranza. È perché certi individui sono in grado di trarre vantaggio dall'incertezza e dall'ignoranza, ed anche perché i grossi affari sono spesso una lotteria, che si creano grandi diseguaglianze di ricchezza; e questi stessi fattori sono pure causa della disoccupazione dei lavoratori o della delusione di ragionevoli aspettative commerciali e della caduta di efficienza e di produzione. Tuttavia la cura è al di fuori dell'operato degli individui; può essere nell'interesse degli individui persino di aggravare il male. Credo che la cura per tali cose si debba cercare in parte nel controllo deliberato della moneta e del credito da parte di un'istituzione centrale e in parte nella raccolta e nella diffusione su vasta scala di dati riferentisi alla situazione commerciale, compresa la piena pubblicità, obbligatoria per legge se necessario, di tutti i fatti commerciali che sia utile conoscere. Queste misure porterebbero la società ad esercitare una intelligenza direttiva attraverso alcuni organi appositi di azione su molte delle intime complicazioni delle aziende private; e tuttavia lascerebbero intatta l'iniziativa privata. (Keynes, 1926, trad. it., 1991, pp.40-41).

### **3. La dimensione globale della depressione: dai mercati finanziari all'economia reale**

10. La crisi ovviamente ha una dimensione internazionale non solo in quanto i mercati finanziari sono mercati globali, ma soprattutto perché sono questi stessi mercati che hanno finanziato sia la bolla immobiliare americana nel corso del decennio, sia da ben più di un decennio il credito al consumo per le famiglie americane, gli investimenti delle imprese americane ma soprattutto le spese dello stato americano per sostenere l'onere finanziario dei conflitti bellici "locali" nel mondo, e la crescita economica negli Stati Uniti *tout court*. Tramite i mercati finanziari internazionali è stata

realizzata la raccolta del risparmio prima europeo e poi dei paesi in rapida crescita, paesi asiatici anzitutto e Cina come primo sottoscrittore sia di attività finanziarie che di titoli di stato in valuta americana, risparmio che ha compensato il pluri-decennale debito estero americano negli scambi commerciali. L'innovazione della finanza strutturata (cartolizzazione, derivati, prodotti strutturati nelle sue variegate forme) è stato lo strumento cardine che ha consentito sia il trasferimento del rischio dai soggetti prestatori ai sottoscrittori finali sia il trasferimento del risparmio tra paesi. Tale trasferimento se da un lato ha consentito alle nazioni con risparmio interno negativo di sostenere una spesa in beni e servizi superiore alla produzione nazionale nelle fasi di espansione dei mercati finanziari, dall'altro nelle fasi di contrazione ha costituito un potente meccanismo di trasmissione della crisi a livello globale tanto che fondi di investimento non americani, istituzioni bancarie, ed anche istituzioni pubbliche ed interi stati che detenevano attività finanziarie rivelatesi molto rischiose sono andati vicine al fallimento, o sono sostanzialmente falliti. In questa trasmissione hanno giocato un ruolo anche i cambiamenti nei rapporti tra le valute. Infatti, se il dollaro con la sua debolezza ha di certo consentito alle esportazioni americane di non crollare, benché con l'insorgere della crisi finanziaria il suo valore non si sia drasticamente ridotto, almeno sino ad ora, fornendo così assicurazioni a chi detiene attività nella valuta americana, dall'altro la crisi finanziaria ha prima rallentato e poi fermato il trasferimento di fondi da paesi con bassi tassi di interesse verso paesi emergenti (area BRIC<sup>5</sup> soprattutto) con alti tassi di interesse e ciò si è tradotto in un deprezzamento delle valute dei paesi debitori accrescendo così l'onere del debito e mettendo in difficoltà le istituzioni finanziarie che hanno gestito il trasferimento di tali fondi. Le riserve di dollari ed euro dei paesi emergenti costituite dalle autorità monetarie di questi stati sono state compensate da una forte esposizione del sistema privato che ha contratto prestiti sull'estero, e la perdita di valore delle loro monete ha accresciuto la crisi di liquidità del sistema. Anche per contrastare queste situazioni critiche, le banche centrali sono dovute intervenire fornendo la maggiore liquidità necessaria, liquidità che è servita più a garantire la sopravvivenza dei mercati finanziari che per non innescare effetti negativi sui mercati reali. Ed infatti la politica monetaria su questi mercati si è dimostrata sino ad ora ben poco efficace nel ridurre i tassi di interesse per famiglie ed imprese e la crisi si è trasmessa all'economia reale, ai consumi e agli investimenti privati. La tenuta del dollaro, come osserva Padoa Schioppa (2009), è però anche il risultato del fatto che le produzioni che andavano a soddisfare i consumatori e le imprese americane sono produzioni in generale a basso costo che, una volta importate nei paesi occidentali, mantengono basso il tasso di inflazione. L'estero ha così contribuito in due modi a mantenere alti i livelli di consumo dei paesi industriali, degli Stati Uniti soprattutto, da un lato con il flusso di risparmio che ha consentito credito alle famiglie e imprese,

---

<sup>5</sup> Brasile, Russia, India, Cina.

dall'altro con il lavoro a basso costo dei paesi emergenti che ha assicurato bassa pressione sui prezzi. Basso tasso di inflazione significa bassa pressione sulle valute di questi paesi industriali, sul dollaro soprattutto e questo ha rappresentato una garanzia per quei paesi emergenti che hanno scelto di tenere dollari in cambio dei loro beni esportati, e di investirli in titoli di stato americani. Questo è il caso della Cina, che detiene la quota prevalente dei titoli emessi dal governo statunitense. Ma se il dollaro dovesse perdere valore, sarebbero quelle riserve a perdere drasticamente valore, ed ecco spiegate le preoccupazioni cinesi sulla tenuta del dollaro in presenza di politiche monetarie e fiscali che possono condurre ad accrescere il debito statunitense e quindi a determinare una caduta del dollaro.

11. L'economia globale e la interdipendenza dei mercati finanziari hanno contribuito alla trasmissione della crisi finanziaria da paese a paese. Analoghe interdipendenze, associate ad interdipendenze di altra natura, stanno ora operando come meccanismi di trasmissione della crisi dell'economia reale su scala globale. La fase recessiva dell'economia americana da fine 2007 ha visto coinvolte anzitutto le famiglie, i cui redditi e patrimoni sono stati intaccati prima dalla crisi dei mutui con rischi di insolvenze e ricadute sulle attività di investimento residenziale, e quindi dalla stretta del credito al consumo. Ciò ha determinato effetti ricchezza negativi significativi, con il crollo del valore delle attività immobiliari e del valore delle attività finanziarie, che hanno minato la componente consumo privato della domanda, in particolare di beni durevoli. A ciò si è aggiunto, ed è conseguito, per le imprese un accumulo di scorte dovuto alla difficoltà di vendere la produzione realizzata sui mercati finali, una riduzione della produzione e dell'utilizzo degli impianti, la percezione di un eccesso di capacità produttiva, una minore domanda di beni strumentali e beni intermedi, e quindi una dinamica negativa degli investimenti privati in macchinari. La contrazione delle componenti interne della domanda ha condotto anche ad una contrazione significativa delle importazioni, sia di beni finali che di materie prime, prodotti energetici, e prodotti intermedi. Ed i prezzi sono diminuiti, delle materie prime e dei prodotti energetici. Ma le importazioni di un paese sono le esportazioni per altri paesi, e questo ha ovviamente generato effetti di caduta della domanda estera per i paesi europei e per quelli emergenti, Russia e paesi asiatici *in primis*. In Europa, i redditi e la ricchezza delle famiglie sono stati anche essi negativamente colpiti dalla caduta del valore del patrimonio finanziario, e di quello immobiliare. Alcuni paesi si sono dimostrati più esposti di altri alla crisi finanziaria, il Regno Unito, l'Islanda e l'Irlanda, altri maggiormente colpiti dalla componente della domanda estera, i paesi dell'Eurozona, ad iniziare dalla Germania, per la Spagna è infine la dinamica degli investimenti residenziali che si è invertita trascinando da tempo l'economia verso la recessione. Il nostro paese risulta oltremodo penalizzato da questi eventi, nelle sue varie articolazioni geografiche. Le aree industriali del nord, ed il nord-est in particolare,

risentono pesantemente della caduta della domanda estera in Europa e fuori Europa, della recessione americana e tedesca in particolare; il centro ed il mezzogiorno risentono della dinamica negativa delle componenti interne della domanda, anche della componente pubblica che non sembra innescare effetti di compensazione neppure nella componente degli ammortizzatori sociali; nel complesso tuttavia la caduta dei redditi appare maggiore che in altre nazioni europee. Sorti non differenti sperimentano molti dei paesi dell'est Europa entrati a far parte della Unione Europea, nei quali la crisi finanziaria ha avuto effetti maggiori ed per i quali maggiore è la contrazione dei canali di credito perché maggiore è il rischio associato ai prestiti concessi. In Asia, il Giappone appare sperimentare una crisi persino maggiore dei paesi Europei, in particolare per la caduta della domanda estera degli altri paesi avanzati. I paesi emergenti, tra cui Russia, India e Cina soprattutto, a loro volta hanno risentito fortemente della caduta della domanda di materie prime e prodotti energetici i cui prezzi sono crollati, e della domanda di beni finali dei paesi industriali verso i quali esportavano le loro produzioni a basso costo. Il meccanismo di trasmissione ha quindi determinato ciò che alcuni speravano non avvenisse, ma temevano, ovvero la sovrapposizione di cadute di domanda finale in varie aree del globo, mentre gli effetti di compensazione indotti dal mantenimento di elevata crescita dei paesi emergenti non sembrano manifestarsi, almeno in modo sufficiente. Si presenta infatti una significativa sincronizzazione delle crisi nazionali, o di aree geografiche, nella economia reale.

Credo sia opportuna una certa azione coordinata di giudizio intelligente circa la misura in cui è desiderabile che la comunità nel suo complesso risparmi, la misura in cui questi risparmi debbano andare all'estero sotto forma di investimenti e la questione se l'organizzazione presente del mercato degli investimenti distribuisca i risparmi lungo i canali più produttivi dal punto di vista nazionale. Non credo che questi argomenti debbano lasciarsi interamente all'arbitrio del giudizio privato e dei profitti privati, come avviene attualmente. (Keynes, 1926, trad. it., 1991, p.41).

#### **4. Dal fallimento della politica alla rinascita della politica ?**

12. La crisi ha richiamato quindi i vari governi nazionali e le autorità internazionali a riconsiderare i tradizionali strumenti keynesiani di politica economica, politica monetaria e politica fiscale, per contrastare gli avvenimenti sui mercati. La crisi di liquidità ha anzitutto premuto per un intervento delle banche centrali, per rispondere alla domanda crescente di moneta per far fronte alle vendite di titoli, alle crescenti difficoltà delle banche d'investimento e delle banche commerciali e ridurre il rischio di un *credit crunch* sui mercati del credito alle imprese e famiglie. Gli interventi da un anno a questa parte non sembrano realizzare quest'ultimo obiettivo, ma almeno vanno ad alleviare le perdite degli operatori finanziari, ciò ovviamente non senza costi presenti e futuri per la collettività. La maggiore offerta di liquidità rende meno critiche le esposizioni sul mercato dei prestiti e sul mercato dei titoli dei quali vengono chiesti i rimborsi, in altri termini la liquidità offerta è assorbita dai mercati finanziari per coprire le perdite ma, dati i volumi di attività finanziarie molto

rischiose e meno rischiose presenti sul mercato e data la crescita della preferenza per la liquidità che genera tesoreggiamento, non è evidente quanta liquidità dovrà essere versata sul mercato. La politica monetaria appare così poco efficace al fine di contrastare la fase di contrazione sui mercati reali. In generale è anche vero che la politica monetaria risulta più efficace nel gestire una fase di espansione piuttosto che una fase di contrazione, quando si vuole rallentare l'economia che cresce troppo con potenziali rischi inflazionistici una stretta monetaria sortisce evidenti effetti, quando invece si è in recessione la ripartenza con tassi di interesse in diminuzione è più problematica. C'è sempre il rischio che, se si parte già con tassi di interesse bassi, in presenza di una bolla speculativa che ha alzato enormemente il prezzo dei titoli, la diminuzione dei tassi di interesse porti presto a livelli prossimi allo zero ed ancor prima di arrivare a questo livello di interessi zero (o negativi in termini reali) la classica trappola keynesiana per la liquidità non può essere affatto esclusa. Il rischio Giappone anni novanta è dietro l'angolo secondo alcuni. La recessione è globale, e questo amplifica questa situazione; vi sono tutte le circostanze tipiche nelle quali l'efficacia della politica monetaria scende anche essa a zero se l'obiettivo è quello di far ripartire l'economia. I tassi di interesse a breve vanno a zero, la liquidità è usata dal sistema finanziario per coprire le perdite e non immessa nel circuito reale, i tassi di interesse a lunga invece di ridursi si alzano sostenuti dalle aspettative di perdita di valore delle monete nazionali dei paesi avanzati (dollaro *in primis*). Una alternativa differente a questo scenario non è peraltro auspicabile: l'economia riprende ed anche i tassi di interesse di lungo periodo si abbassano grazie all'emergere di una nuova bolla che va a sostituire quella appena finita. Una nuova fase di espansione nella quale i mercati finanziari si riprendono trovando impiego per la liquidità in eccesso in nuove attività, ad esempio, solo una ipotesi ... (speriamo !) nelle attività delle *green economy* ! Uno scenario difficilmente ripetibile forse oggi, diversamente da quanto era proprio successo dopo la crisi della *new economy* ed assolutamente non desiderabile. Ma occorre ricordare che è proprio questa la gestione che era stata fatta dall'allora presidente della banca centrale americana, Alan Greenspan, dello scoppio della bolla speculativa per le imprese *dot.com* nel 2000-2001, sostituita dalla bolla speculativa per le imprese del mattone e dei mutui rischiosi, accompagnando l'esuberanza irrazionale (Shiller, 2005) con immissioni di liquidità nel sistema che alimentavano la bolla stessa. Nel contesto attuale il rischio è che politiche di tal tipo, più che avviare una fase di ripresa nelle economie avanzate che le attuano, si traducano in una ripresa dei flussi di investimenti finanziari soprattutto fuori da questi paesi, con uscite di capitali che cercano impieghi remunerativi. Nel caso degli Stati Uniti questo produce quella pressione verso il basso sul dollaro ed un deprezzamento che sosterebbe le esportazioni americane ma che molti paesi non vorrebbero sperimentare, per ragioni reali (le esportazioni degli altri verrebbero penalizzate) o finanziarie (il valore delle riserve in dollari verrebbero a ridursi).



13. Una politica che riserva maggiori possibilità di incidere in una fase ciclica negativa come quella attuale è la politica fiscale, nella sua articolazione in decisioni di riduzione delle imposte e decisioni di spesa. Vieni quindi oggi riproposta la rilevanza dello schema keynesiano di breve periodo di controllo della domanda aggregata tramite politiche di deficit di bilancio<sup>6</sup>. Uno dei rischi della politica di sgravi fiscali applicata in periodi in cui il valore patrimoniale di famiglie ed imprese crolla o subisce una rilevante contrazione è che essa venga usata da entrambe le categorie per coprire le perdite subite, senza quindi produrre effetti positivi sul mercato. Se invece essa riesce a far ripartire i consumi interni privati, a questi si deve riuscire ad affiancare la ripresa della produzione di ricchezza nazionale per evitare di appesantire la situazione di deficit e di riproporre quindi una necessità di raccolta di risorse finanziarie da paesi risparmiatori. Peraltro la scelta di utilizzare a fini anticiclici la spesa pubblica presenta noti rischi di efficienza, ma può riuscire ad essere più efficace almeno nel breve periodo per contrastare il ciclo negativo.

Il mix di politiche “anti-crisi” dovrebbe quindi combinare interventi “di quantità” e “di qualità”, di breve e di medio termine. Gli interventi dovrebbero essere rivolti da un lato a potenziare le tutele di base e dall’altro ad investire sulle opportunità e sulla sostenibilità della crescita.

Ma qui occorre affrontare tre questioni cardine.

Vi è infatti un primo dato strutturale che deve essere modificato per la sostenibilità del sistema economico globale, dato che esso è alla base della presente crisi: il decennale deficit delle partite correnti della bilancia dei pagamenti americana e l’utilizzo del risparmio estero per compensare consumi nazionali superiori alla produzione nazionale che rispecchia l’assenza di risparmio in quella economia.

La seconda questione è di tipo distributivo, e si traduce nella ineguale distribuzione del reddito e nella crescente disuguaglianza tra fasce sociali e tra paesi, che anche essa ha minato la crescita nel corso degli anni ed ha contribuito alla presente crisi.

La terza questione è rappresentata dallo sfruttamento delle risorse naturali e dell’ambiente che l’economia americana, ma in verità tutte le economie avanzate ed anche quelle dei paesi emergenti, stanno realizzando da decenni, scaricando i costi della crescita sulla collettività e soprattutto sulle future generazioni.

Riguardo alla prima questione, il dislivello consumi/produzione interna degli Stati Uniti e la generazione di un deficit della bilancia commerciale rilevante permanente, si osserva che mentre nei decenni precedenti, dagli anni settanta in avanti, si era assistito ad aggiustamenti del deficit della

---

<sup>6</sup> Il governo americano sta spendendo molto per salvare le società finanziarie del sistema bancario-ombra e lo fa caricando molto l’onere sulla comunità, socializzando le perdite col rischio di privatizzare i benefici degli istituti finanziari che vengono salvati. Ciò costituisce uno spreco, un costo eccessivo per il contribuente, per il cittadino, si potrebbe fare a costi molto minori – come sottolineano, fra gli altri, Sachs, Stiglitz, Krugman - ad esempio nazionalizzando.

bilancia commerciale tramite una azione sui tassi di cambio e uno stimolo del prodotto interno lordo (1971, 1985, ma anche 1975, 1981, 1989, 1995), la successiva crescita senza precedenti del deficit commerciale USA non è stata risolta dall'aggiustamento del 2001, probabilmente grazie ai flussi di capitali in entrata anche questi di dimensione senza precedenti, in gran parte provenienti dalla Cina. Dopo il Giappone, anche la Cina si trova oggi nelle condizioni di rischiosa esposizione verso un grande paese la cui economia negli ultimi cinque o sei anni è stata alimentata da un livello di consumi non sostenibile. La spesa pubblica occorre che intervenga quindi anche per affrontare questo dato strutturale, incidendo sulla capacità di soddisfare la domanda interna con produzione interna tramite la ripresa di investimenti in capitale fisso ed in infrastrutture.

Seconda questione. Le disuguaglianze nella distribuzione del reddito sono drammaticamente aumentate negli ultimi due decenni, all'interno dei paesi avanzati, fra paesi e fra continenti, e all'interno di paesi in forte crescita. La crescita della disuguaglianza è un fenomeno generalizzato in tutti i paesi OCSE, pur se con gradienti e dinamiche differenti (OECD, 2008). Nei primi, dagli anni ottanta si è assistito al forte aumento della forbice fra redditi medio-bassi del lavoro dipendente e redditi della fascia alta dello stesso e del lavoro autonomo. Non solo, è aumentato l'indice di diffusione della povertà ed è cresciuta la fascia delle famiglie che è al di sotto della soglia di povertà nei vari paesi. Nell'Unione Europea odierna a 27 paesi, mentre dal 2000 ad oggi il dislivello di prodotto lordo pro-capite fra paesi è diminuito, fra le regioni dei nuovi paesi membri è aumentato. E ora, come prima conseguenza negativa della trasmissione della crisi finanziaria all'economia reale, lavoratori precari e immigrati nei paesi avanzati sono fra i primi a perdere l'unica fonte di reddito rappresentata dal lavoro, senza coperture sociali alternative, accrescendo così le disuguaglianze e le tensioni sociali. Nei paesi emergenti il rischio fondato è sui flussi di popolazione che dalle città ritornano nelle campagne e la crescita dei fenomeni di emarginazione nelle città. Evidenze empiriche ci hanno mostrato che per avere crescita economica stabile è necessario un certo livello di eguaglianza nella distribuzione del reddito, non vi è incompatibilità di lungo periodo tra crescita e equa distribuzione del reddito, anzi vi è evidenza di insostenibilità di lungo periodo tra crescita e disuguaglianze. Quindi questo è un terreno da affrontare in maniera sistematica e decisa. Nei paesi avanzati, in particolare nella situazione americana, sembrerebbe opportuno direzionare la spesa pubblica alle situazioni di maggiore arretratezza, come l'offerta di servizi sociali - quali la sanità, le condizioni di vita delle fasce sociali più disagiate, l'istruzione e la formazione, la gestione di comunità sempre più longeve - e agli ammortizzatori sociali, sussidi di disoccupazione *in primis*, che costituiscono peraltro un fattore economico di stabilizzazione anticiclica potente. E, poiché la mobilità sociale è generalmente maggiore nei paesi che registrano una minore disuguaglianza dei redditi, questo fattore di dinamismo economico va preservato dove c'è e perseguito dove invece è

debole. Una distribuzione più equa delle possibilità di partecipazione alla vita economica e di mobilità sociale è strettamente legata all'accesso agli strumenti cognitivi. Politiche a sostegno delle opportunità di crescita dovranno necessariamente puntare ancor più al potenziamento dell'istruzione, all'accrescimento delle risorse dedicate alla produzione e all'utilizzo della conoscenza, come strumento base, uno dei comuni denominatori delle aree di intervento e di molti altri campi di attività economica. La conoscenza infatti è una leva di produzione di valore che dovrebbe essere rafforzata e potenziata sia con investimenti pubblici sia facendone riconoscere il ruolo centrale agli investitori privati. Essa è il fatto principe che incide sulle opportunità per accrescere la mobilità sociale.

Infine, la terza questione. L'area indicata da vari studiosi oggi come centrale per investire sulle opportunità di crescita è l'ambiente e la sua sostenibilità. Oltre a voler far fronte alle riconosciute pressioni sulle risorse naturali, ingenti investimenti convergono per dare un forte impulso all'efficienza energetica per combattere la crisi. La *green economy* – da alcuni chiamata *Green Deal* (Nollet, 2008) - è già stata individuata da paesi quali la Germania come un asse portante della politica industriale, ed è stata inserita fra le attività da sostenere anche nel programma di governo degli Stati Uniti per il prossimo decennio. Si tratta di diminuire le disuguaglianze nell'utilizzo delle risorse scarse, di affrontare il tema delle risorse naturali come un vincolo ma anche come una opportunità per far crescere l'economia, come un'area da sostenere non con politiche monetarie che rischiano di creare una terza bolla dopo quella della *new economy* e dopo quella immobiliare, ma piuttosto con politiche di impegno diretto dello stato che contribuiscano a tradurre lo sforzo in una crescita dell'economia reale. E dato che gli investitori privati colgono i segnali di mercato, si tratta di dare un prezzo corretto ad una delle risorse più scarse del mondo, cioè la nostra atmosfera, alla quale finora abbiamo attribuito un prezzo uguale a zero. Investimenti in tecnologie volte a ridurre le emissioni di CO<sub>2</sub> - quali energie rinnovabili, stoccaggio di energia, risparmio energetico nei trasporti ed in altri settori con lo sviluppo di apparecchi e infrastrutture a forte efficienza energetica, il "sequestro" del carbonio, i bio-carburanti, l'edilizia ecologica, il *clouding computing* e il *software on demand* – rappresentano tutti occasione di espansione dell'attività di ricerca e forniscono uno stimolo alla crescita economica, in direzione di un miglioramento delle condizioni di vita per noi e per le future generazioni. Si aggiungono quindi agli investimenti in Ricerca e Sviluppo, in infrastrutture, in istruzione e conoscenza, in *well-being* e meccanismi di partecipazione soprattutto per anziani e immigrati, tutti terreni verso i quali continua ad essere necessario destinare uno sforzo consistente e crescente.

Non vi è dubbio che se da un lato le politiche di intervento delle varie banche centrali e dei diversi governi non adottano fortunatamente le ricette dell'economia ortodossa pre- e post-

keynesiana, mentre si affidano - sebbene con differente misura e con modalità non certo coordinate - a strumenti anticiclici di sapore keynesiano (politica monetaria espansiva e politica fiscale di sostegno alla domanda), dall'altro sia su entrambe le sponde dell'atlantico sia nei paesi emergenti, ben poche di quelle questioni vengono affrontate in modo promettente. In aggiunta, sul governo del sistema bancario-ombra non si registrano grandi passi in avanti, se escludiamo gli annunci di futuribile messa al bando dei paradisi fiscali, ma anche qui siamo a livello di compilazione di elenchi. Vi sono certo alcuni segnali parziali incoraggianti, più in Usa che in Europa forse, e questi devono essere segnalati e coltivati; ma è anche possibile, se non probabile, che alle prime luci dell'alba<sup>7</sup> di fine recessione (qualora sia evitata la depressione) ognuna di quelle questioni venga riposta in soffitta e si ritorni, senza nulla aver realizzato di strutturalmente rilevante, ad affidare l'economia reale nelle mani di quella finanziaria, .. sull'onda di una nuova bolla ..... ed in attesa del suo susseguente sgonfiarsi !

## 5. Alcune fra le questioni aperte

14. Infine, al termine di queste riflessioni senza volerne essere delle conclusioni, il riferimento corre ad alcune questioni aperte su tre temi: *generazione del valore, etica e democrazia, coesione e partecipazione*.

*Nuovi meccanismi di generazione del valore?* – Il cresciuto peso relativo dell'informazione e della conoscenza nell'alimentare i processi di creazione del valore nel sistema economico globale fa emergere la necessità di analizzare le conseguenze di questo cambiamento sui meccanismi di generazione del valore. Il diffondersi di tecnologie dell'informazione e della comunicazione ha agito da volano della crescita e della globalizzazione, ma anche da alimentatore della mobilità e dell'accesso globale dei capitali finanziari e degli attori finanziari/speculativi. Sono sorte varie forme nuove di riconoscimento di valore, dai modelli di business propri della *new economy* e delle attività in rete, come la valorizzazione in borsa di società in base agli hit in rete (sopravalutazione in vari casi fino allo scoppio della bolla nel 2001), al *cost per influence* che si riconosce come valore all'inserzionista. E, in rete, cambiano anche i confini fra il ruolo di produttore e di consumatore, fenomeno già da tempo rilevato con la coniazione di una nuova figura ibrida: il *prosumer* (*producer-consumer*) termine coniato da Alvin Toffler nel 1970, concetto elaborato poi da Marshall McLuhan e Barrington Nevitt nel 1972.

La conoscenza è un bene pubblico in senso economico e questo comporta la difficoltà da parte del suo produttore di appropriarsi del suo valore, ed il conseguente verificarsi di fallimenti di

---

<sup>7</sup> Che già gli ottimisti intravedono dai segnali di rallentamento della fase recessiva. La fase acuta della malattia è ormai passata per questi.

mercato, sotto forma di esternalità. La presenza di esternalità fa sì che la conoscenza non venga prodotta spontaneamente dal mercato in quantità socialmente desiderabile. Questo giustifica l'intervento dello stato a supporto della creazione di nuova conoscenza (ad es. i finanziamenti alla ricerca) e a garanzia degli istituti che consentono l'appropriazione privata dei benefici derivanti dalle idee (i diritti della proprietà intellettuale). Si riconosce la conoscenza come bene non solo da usare, ma anche da scambiare, da produrre, si prova a delineare il profilo dell'economia delle reti e, accanto ad essa, dell'economia della conoscenza. Economia post-industriale non significa però necessariamente economia della conoscenza, anzi, il ruolo predominante della finanza, accanto alla pressione verso un accrescimento dei consumi potrebbero continuare.

Ma come si crea valore nell'economia della conoscenza? Il valore economico – l'utilità per i soggetti economici – viene prodotto attraverso la conoscenza. L'investimento in produzione di conoscenza può rendere molto, generando valore per gli utilizzatori. Il riuso della conoscenza crea valore addizionale poiché la conoscenza non è soggetta a rivalità d'uso. Qui emergono varie riflessioni e vari tentativi di classificazione e di isolamento di caratteristiche e funzioni alle quali viene riconosciuto un "nuovo" valore: l'informazione, l'immaginazione, la comunicazione, la condivisione, l'estetica, il servizio. Si genera una smaterializzazione del valore e cambia il motore che genera valore. Cambiano anche le forme? Emerge una forma di produzione interattiva, collettiva di conoscenza, nuove forme di interazione: si va dalla competizione alla cooperazione, dove il mercato non è più soltanto un mercato della produzione di oggetti materiali, ma è principalmente un laboratorio di sperimentazione, di produzione di conoscenza in parte condivisa, dove i fattori di produzione possono incrementare tramite la creatività ed il sapere globale. Quali trasformazioni avvengono di conseguenza nelle forme della proprietà, dell'organizzazione produttiva, del rapporto tra pubblico e privato, e nel concetto di scarsità? Anche il lavoro si trasforma, accanto al lavoro materiale cresce la quota di lavoro mentale-intellettuale, di lavoro cognitivo-simbolico-relazionale. E cade il riferimento ad unità di tempo per misurare il lavoro materiale, in quanto il lavoro mentale-intellettuale occupa il lavoratore per un tempo difficile da misurare e più esteso rispetto alle ore necessarie per realizzarlo. Questa impossibilità di esprimere il lavoro in termini di tempo o, da un altro punto di vista, questa liberazione del lavoro dalla misurazione del tempo, con l'emergere di forme di autosfruttamento, di impoverimento di fasce di lavoratori cognitivi, richiede un ripensamento delle forme di aggregazione dei lavoratori, per superare le attuali frammentazioni e marginalizzazioni.

Da questi brevi cenni emergono temi di ricerca, spunti di riflessione e di confronto, non ancora nuovi schemi interpretativi della realtà, sui quali lavorare per contribuire a fornire risposte alla crisi attuale e strumenti per la reingegnerizzazione della società.

*Ritorno dell'etica, riduzione degli eccessi, riduzione delle diseguaglianze* – Il clima socio-politico nelle società ad economia avanzata sta esprimendo un forte scollamento tra individui, gruppi sociali e rappresentanza politica, giudicata indebolita rispetto ai “poteri forti” dell'economia e della finanza. Quindi, accanto alla domanda: “C'è la volontà politica per formulare e realizzare politiche adeguate in tempi rapidi per rispondere alla crisi?”, ne emerge una altrettanto inquietante: “Gli organi politici sono in grado di tener testa e di agire in autonomia rispetto ai “poteri forti?” Si pensi alle azioni degli operatori finanziari nei mercati globali - osservate negli ultimi anni - che lavorano a proprio beneficio sui dislivelli dei tassi di interesse dei paesi, vanno all'attacco delle politiche monetarie dei paesi e ne limitano l'efficacia, e mettono in difficoltà economie emergenti.

Accanto al criterio di efficienza economica con il quale si giudicano politiche e riforme, Dan Usher (1992) ha proposto il criterio che consiste nel chiedersi se una riforma porta a rafforzare o a indebolire la democrazia, a promuovere o a ridurre l'adesione dei cittadini al regime politico. In quale direzione stanno andando le democrazie dei paesi occidentali? E come si re-distribuisce il potere economico a livello globale, con paesi emersi più che emergenti che non sono propriamente democratici? Fitoussi (2009) scrive: “Impedendo al mercato di generare esclusione, la democrazia rafforza la legittimità del sistema economico”. Ma permane un *trade off* tra uso proficuo del denaro in un'ottica di medio-lungo periodo e prospettiva di denaro facile e di elevati tassi di rendimento e di interesse che, come ci diceva Adam Smith, portano il rischio di deprezzare il futuro. Fitoussi auspica che si giunga ad “interrompere la concorrenza sociale e fiscale verso il basso, con la conseguente distruzione di beni pubblici, e si instauri al suo posto una concorrenza verso l'alto”.

La risposta urgente nell'immediato è rappresentata dalla garanzia di accesso al reddito da parte di coloro che non riescono a procurarselo (più) tramite il lavoro.

*Coesione e partecipazione* - Infine, ultima questione, questa proprio una domanda aperta al dibattito politico: come lavorare per una maggiore coesione nella società e delle società, come rispondere alla forte necessità di ridefinizione e condivisione di nuovi principi, come lavorare per accrescere le motivazioni individuali e la possibilità di partecipare al cambiamento? Tale questione appare fortemente connessa alla precedente, in quanto le disuguaglianze di accesso – alle risorse materiale, alle conoscenze, alle opportunità di crescita e al reddito – influenzano fortemente la *voice*, le possibilità di esprimersi e di influire sulle scelte economiche e sociali. A maggior ragione, in una fase come la attuale, nella quale ripensamenti sui criteri di governo dell'economia mondiale sono auspicabili, fino all'indicazione della necessità di un governo mondiale a fronte della globalizzazione del mercato (Attali, 2008), la garanzia di meccanismi di partecipazione, supportati e facilitati anche dalle tecnologie di rete, deve essere serio oggetto di riflessione.

## Riferimenti bibliografici

- Akerlof G., Shiller R. (2009), *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton, Princeton University Press.
- Attali J. (2008), *La crise, et après?*, Paris, Fayard; trad. it. *La crisi, e dopo ?*, Roma, Fazi editore, 2009.
- Buiter W. (2009), The Unfortunate Uselessness of Most “State of the Art” Academic Monetary Economics, *Financial Times*, ft.com/Maverecom blog, 3 marzo, <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/03/the-unfortunate-uselessness-of-most-state-of-the-art-academic-monetary-economics/#more-667>.
- Delli Gatti D. (2008), *La crisi dei mutui subprime*, Osservatorio monetario, n.1, cap.3, Milano, Università Cattolica.
- Fitoussi J.P. (2009), Se torna l’etica nel capitalismo, *La Repubblica*, 23 febbraio.
- Keynes J.L. (1926), *The End of Laissez-faire*, Londra, Hogarth Press; in *The Collected Writings*, Londra, MacMillan, 1971, vol.9, pp.272-294; trad. it. “La fine del laissez-faire”, in *La fine del Laissez-Faire e altri scritti*, Torino, Bollati Boringhieri, 1991, pp.21-44.
- Keynes J.L. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londra, Macmillan; trad. it. *La teoria generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta*, Torino, Utet, 1971.
- Krugman P. (2008<sup>2</sup>), *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, New York, W.W. Norton & Company; trad. it. *Il ritorno dell’economia della depressione e la crisi del 2008*, Milano, Garzanti, 2009; prima edizione *The Return of Depression Economics*, New York, W.W. Norton & Company, 1999.
- McLuhan M, Nevitt B. (1972), *Take Today: The Executive as Dropout*, New York, Harcourt, Brace & World, Inc.
- Minsky H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven (Conn.) e Londra, Yale University Press; ristampa New York, McGraw-Hill, 2008.
- Nollet J.M. (2008), *Le Green Deal - proposition pour une sortie de crises*, Bruxelles, Editions Le Cri.
- OECD (2008), *Growing Unequal? : Income Distribution and Poverty in OECD Countries*, Paris, OECD.
- Padoa Schioppa T. (2009), *La veduta corta*, Bologna, Il Mulino.
- Shiller R. (2000<sup>1</sup>, 2005<sup>2</sup>), *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press; trad. it. *Euforia irrazionale*, Bologna, il Mulino, 2009.

- Stiglitz J. (2003), *The Roaring Nineties*, New York, W.W. Norton & Company; trad. it. *I ruggenti anni Novanta. Lo scandalo della finanza e il futuro dell'economia*, Torino, Einaudi, 2003.
- Stiglitz J. (2006), *Making Globalization Work*, New York, Penguin Books; trad. it. *La Globalizzazione che funziona*, Torino, Einaudi, 2006
- Stiglitz J. (2008), *The Financial Crisis of the 2007/2008 and Its Macroeconomic Consequences*, working paper, presentato al meeting “Initiative for Policy Dialogue Task Force meeting on Financial Markets Reform”, giugno, Manchester University.
- Toffler A. (1970), *Future Shock*, New York, Random House.
- Usher D. (1992), *The Welfare Economics of Markets, Voting and Predation*, Ann Arbor, University of Michigan Press.