

# **La natura endogena della crisi contemporanea: la lezione di alcuni economisti eretici.**

**Giancarlo Bertocco**  
**Università degli Studi dell'Insubria**  
**Dipartimento di Economia**

**SIE. Riunione scientifica annuale.**  
**Napoli 22-24 Ottobre 2015**

## **Abstract**

Negli ultimi decenni gli economisti hanno elaborato e insegnato nelle università di tutto il mondo, una teoria che escludeva che potesse manifestarsi una crisi come quella osservata a partire dal 2007. La professione economica ha superato la contraddizione tra teoria e realtà, considerando la crisi contemporanea come un evento accidentale, estraneo al normale funzionamento del sistema economico, ed elaborando spiegazioni basate sul concetto di errore, secondo le quali la crisi sarebbe la conseguenza di comportamenti sbagliati messi in atto, principalmente, da due soggetti: la *Federal Reserve* e il sistema bancario americano. Questo lavoro si pone due obiettivi. Il primo consiste nel sottolineare che queste spiegazioni non permettono di superare la contraddizione tra teoria e realtà. Esse costituiscono in realtà, una prova evidente dei limiti della teoria tradizionale poiché utilizzano concetti e relazioni che sono in contraddizione con le fondamentali proposizioni che caratterizzano la teoria mainstream. Queste spiegazioni considerano un sistema economico profondamente diverso da quello descritto dalla teoria mainstream. Il secondo obiettivo consiste nel presentare un approccio teorico alternativo a quello tradizionale, basato sulla lezione di un gruppo di economisti eretici come Marx, Keynes, Schumpeter, Kalecki, Kaldor, Minsky, che permette di sottolineare la natura endogena della crisi contemporanea.

**Parole chiave:** Business fluctuations, capitalist systems, heterodox approaches.

**Classificazione JEL:** B50, B52, E32, G20.

## **Introduzione**

Gli economisti si sono difesi dall'accusa di non aver saputo prevedere l'arrivo della crisi affermando che le crisi economiche, come i terremoti, non sono prevedibili. I sismologi non vengono accusati di non saper prevedere i terremoti; allo stesso modo, gli

economisti non devono essere accusati di non aver previsto quanto stava per accadere.<sup>1</sup> In realtà, esiste una sostanziale differenza tra le scelte della professione economica e il comportamento dei sismologi. Negli ultimi decenni, gli economisti hanno elaborato e insegnato nelle università di tutto il mondo, una teoria che escludeva che potesse manifestarsi una crisi come quella osservata a partire dal 2007. Nel 2003 Robert Lucas, premio Nobel per l'economia nel 1995, aprì il suo discorso presidenziale all'assemblea annuale dell'American Economic Association con le seguenti parole:

“La macroeconomia come disciplina, è nata negli anni Quaranta del secolo scorso, come risultato delle risposte intellettuali alla Grande Depressione. La disciplina è costituita dall'insieme di conoscenze ed esperienze che dovevano impedire il ripetersi di quel disastro economico. La mia tesi in questa lezione, è che la macroeconomia nel suo senso originale ha avuto successo. Il suo problema centrale, che consisteva nel prevenire le depressioni, è stato risolto, da ogni punto di vista ...” (Lucas 2003, p. 1)

Gli economisti si sono comportati come sismologi che in un periodo senza terremoti avessero concluso che i terremoti non esistono. E' sorprendente constatare che a otto anni dall'inizio della crisi mentre, soprattutto in Europa, i suoi effetti sull'occupazione sono ancora pesantissimi, gli economisti rimangono legati ad un modello teorico che afferma che le crisi non sono possibili. C'è una evidente contraddizione tra teoria e realtà. La professione economica ha superato questa contraddizione considerando la crisi contemporanea come un evento accidentale, un fenomeno estraneo al normale funzionamento del sistema economico. Questa tesi è

---

<sup>1</sup> “E' importante distinguere fra shock e propagazione degli shock. I primi sono, per definizione, non prevedibili. Dai sismologi non pretendiamo che prevedano i terremoti, ma che ci diano indicazioni di cosa succederà in certe zone se dovesse accadere un terremoto di una certa intensità. Per questo una critica più seria è che gli economisti non hanno saputo prevedere le conseguenze degli shock, una volta che questi si sono realizzati.” Perotti (2009).

stata sviluppata in due modi. In primo luogo sostenendo che la crisi è la conseguenza di uno shock imprevedibile, è cioè un *cigno nero* per citare il titolo di un famoso libro di Nassim Taleb (2007). In secondo luogo elaborando spiegazioni dell'origine della crisi basate sul concetto di *errore*. Queste spiegazioni considerano la crisi come la conseguenza di comportamenti sbagliati messi in atto, principalmente, da due soggetti: la *Federal Reserve* e il sistema bancario americano.

Due ragioni inducono a concludere che queste spiegazioni basate sulla categoria dell'errore non consentono di superare la contraddizione tra teoria e realtà. In primo luogo è necessario ricordare che negli anni precedenti la crisi il sistema finanziario americano era considerato il più evoluto al mondo; un modello al quale il resto del mondo doveva ispirarsi (Rajan e Zingales 2003a, 2003b, 2003c). Non è quindi credibile sostenere che la crisi sia stata provocata dagli errori commessi dalle autorità monetarie e dal sistema bancario del paese più evoluto al mondo. In secondo luogo queste spiegazioni utilizzano concetti e relazioni che contrastano con le proposizioni fondamentali della teoria mainstream. Esse costituiscono una prova evidente dei limiti della teoria tradizionale poiché prendono in considerazione un sistema economico che ha caratteristiche profondamente diverse da quelle descritte dalla teoria mainstream e inducono quindi, a concludere che questa teoria non è in grado di spiegare il funzionamento delle economie in cui viviamo.

Il lavoro è diviso in tre parti. Nella prima vengono presentate schematicamente le spiegazioni dell'origine della crisi che utilizzano la categoria dell'errore. Nella seconda si mostrerà che queste spiegazioni sono in contraddizione con le fondamentali proposizioni che caratterizzano la teoria mainstream. Nella terza parte infine, verranno accennate le caratteristiche di un approccio teorico alternativo a quello tradizionale,

basato sulla lezione di un gruppo di economisti eretici come Keynes e Marx, Schumpeter, Kalecki, Kaldor, Minsky, che permette di sottolineare la natura endogena della crisi contemporanea..

### **1. Gli economisti mainstream e la crisi**

Gli economisti mainstream considerano la crisi contemporanea come un fenomeno accidentale dovuto ad errori che possono essere ricondotti all'azione di due soggetti. Il primo è costituito dalle autorità pubbliche e in particolare dalla *Federal Reserve*. Il secondo è composto dalle istituzioni finanziarie: i) le banche che hanno incrementato in maniera abnorme l'offerta di mutui *subprime*; ii) le agenzie di *rating* che hanno valutato in modo eccessivamente positivo gli strumenti finanziari derivati, emessi a fronte dei sottostanti mutui erogati dalle banche; iii) gli organi di vigilanza sul sistema finanziario che non si sono accorti di quanto stava accadendo. E' possibile specificare tre distinte spiegazioni dell'origine della crisi elaborate in base al concetto di errore, che si differenziano in relazione alla specificazione del soggetto 'colpevole'.

La prima spiegazione sostiene che la responsabilità della crisi debba essere attribuita alle autorità monetarie americane le quali, dopo il crollo del mercato azionario americano del 2000 e l'attacco terroristico alle Torri Gemelle dell'11 Settembre 2001, avrebbero adottato una politica eccessivamente espansiva provocando così, la bolla immobiliare scoppiata nel 2007. Il sostenitore più noto di questa tesi è l'economista americano John Taylor (2009) che ha presentato una descrizione molto efficace degli effetti della politica monetaria eccessivamente espansiva adottata da Greenspan. Taylor ha misurato il grado di espansività della politica monetaria americana utilizzando uno strumento che egli stesso aveva elaborato negli anni Novanta del secolo scorso e che gli

economisti conoscono con il nome di *regola di Taylor*. Tra il 2000 e il 2004 la Fed ha abbassato drasticamente il tasso di interesse sui *federal funds*, ed ha incrementato l'offerta di liquidità nel confronti del sistema bancario il quale l'ha utilizzata per espandere l'offerta di mutui *prime* e successivamente quella dei mutui *subprime*, provocando la crisi.

La seconda spiegazione elaborata dagli economisti *mainstream*, attribuisce la responsabilità della crisi al sistema bancario americano che, negli anni precedenti il 2007, avrebbe *creato*, per usare l'espressione di Raghuram Rajan (2006, 2010), una quantità eccessiva di rischio. L'espressione *creare rischio* non deve essere confusa con l'espressione *assumere rischio*. Una compagnia di assicurazioni che emette polizze contro i danni di un terremoto, si assume il rischio di dover rimborsare i beneficiari delle polizze per i danni subiti nel caso si verifichi un terremoto. Con questa operazione la compagnia di assicurazione non influenza la probabilità che si verifichi il terremoto; essa si assume un rischio, non lo crea. Nel caso della crisi recente, invece, il sistema bancario avrebbe creato il rischio relativo al verificarsi della crisi finanziaria poiché, espandendo l'offerta di mutui *subprime*, esso ha favorito la formazione di una bolla speculativa il cui scoppio ha avuto conseguenze catastrofiche.

Nella spiegazione elaborata da Taylor il sistema bancario ha un ruolo sostanzialmente passivo: ottiene liquidità dalla Federal Reserve e la impiega per espandere l'offerta di mutui. Rajan invece, attribuisce al sistema bancario un ruolo attivo; egli osserva che le banche non erano obbligate ad utilizzare la liquidità creata dalla Federal Reserve per espandere l'offerta di mutui. Qualche anno prima dello scoppio della crisi Rajan, insieme a Zingales, aveva pubblicato alcuni saggi che descrivevano il sistema finanziario americano come il più evoluto al mondo in quanto

era il più adatto a finanziare le innovazioni schumpeteriane (Rajan e Zingales 2003a, 2003b,2003c). Il sistema bancario americano avrebbe quindi potuto utilizzare la liquidità disponibile per finanziare le innovazioni o, come avrebbe detto Keynes, l'intraprendenza, invece di espandere l'offerta di mutui. La responsabilità della scelta di espandere l'offerta di mutui deve quindi ricadere sul sistema bancario che comportandosi in questo modo, sostiene Rajan, avrebbe creato una quantità eccessiva di rischio.<sup>2</sup>

La terza spiegazione, elaborata da Ben Bernanke (2005, 2007, 2010), mira a limitare le responsabilità della Federal Reserve. Secondo questa spiegazione infatti, la liquidità che ha alimentato la bolla immobiliare non sarebbe stata creata dalle Fed, ma sarebbe invece la conseguenza dell'eccesso di risparmio accumulato nei paesi produttori di petrolio e nei paesi emergenti dell'Asia, e in particolare in Cina. Questo risparmio si sarebbe indirizzato verso il paese che possedeva quello che veniva considerato il sistema finanziario più avanzato al mondo, alimentando le due bolle speculative: quella dei titoli tecnologici tra il 1995 e il 2000 e successivamente, la bolla immobiliare. Anche questa spiegazione sottolinea l'errore compiuto dal sistema

---

<sup>2</sup> Rajan spiega il comportamento del sistema bancario descrivendo le profonde trasformazioni registrate dal sistema finanziario negli ultimi decenni. Queste trasformazioni hanno modificato il modello operativo del sistema bancario: il modello tradizionale descritto dall'espressione 'origina e mantieni' è stato sostituito dal modello 'origina e distribuisci'. Il sistema di remunerazione dei manager bancari ha indotto le banche ad usare in modo distorto il processo di cartolarizzazione creando una quantità eccessiva di rischio: "Banks make returns both by originating risks and by bearing them. ... Banks cannot, however, sell all risks. They often have to bear the most complicated and volatile portion of the risk they originate ... In fact, the data suggest that despite a deepening of financial markets, banks may not be any safer than in the past. Moreover, the risk they now bear is a small (though perhaps the most volatile) tip of an iceberg of risk they have created." (Rajan 2006, p. 502)

finanziario americano che, invece di utilizzare le risorse risparmiate nelle diverse aree del mondo per finanziare le innovazioni, le ha impiegate per alimentare la bolla immobiliare.

## **2. I limiti della teoria mainstream**

Le tre spiegazioni presentate nel capitolo precedente hanno un elemento comune: considerano la crisi come un evento esogeno rispetto al normale funzionamento di una economia di mercato. Si può mostrare che esiste un profondo contrasto tra queste spiegazioni e la teoria *mainstream* della moneta e della finanza. Queste spiegazioni, infatti, utilizzano concetti e relazioni che non sono coerenti con la teoria macroeconomica elaborata negli ultimi decenni.

### ***2.1 Moneta e credito secondo la teoria mainstream.***

Le spiegazioni che attribuiscono l'origine della crisi alle decisioni delle autorità monetarie americane assumono che esista una stretta relazione tra politica monetaria e offerta di credito. Taylor come si è visto, sostiene che la politica espansiva della *Fed* ha permesso alle banche di espandere l'offerta di credito erogando mutui *prime subprime*. Egli considera quindi un sistema economico nel quale le autorità monetarie sono in grado di influenzare l'offerta di credito. La relazione tra politica monetaria e offerta di credito è estranea alla teoria *mainstream* secondo cui le autorità monetarie controllano la quantità di moneta e non l'offerta di credito. La teoria *mainstream* separa moneta e credito distinguendo nettamente il processo di creazione della moneta dal processo di creazione del credito. Questo punto è ben sottolineato da Friedman e Schwartz (1980) nella loro replica alle critiche mosse dagli economisti keynesiani alla teoria quantitativa

della moneta. Essi osservano che i critici spesso confondono il mercato della moneta e il mercato del credito e quindi i prezzi che si determinano su di essi. Dopo aver ricordato che la funzione fondamentale della moneta è quella di essere un mezzo di scambio, Friedman e Schwartz concludono che il prezzo della moneta è costituito dalla quantità di beni che si possono acquistare con una unità di moneta. Esso corrisponde quindi, al reciproco del livello dei prezzi: se il livello dei prezzi raddoppia il prezzo della moneta si dimezza.

Come qualsiasi altro prezzo, anche il prezzo della moneta varia in funzione della domanda e dell'offerta. Un incremento della quantità di moneta creata dalla banca centrale determina un eccesso di offerta che provocherà, in base alla legge della domanda e dell'offerta, una riduzione del prezzo della moneta e quindi un aumento del livello dei prezzi. Il prezzo del credito invece, è costituito dal tasso di interesse. Domanda e offerta di credito sono funzioni, rispettivamente decrescente e crescente, del tasso di interesse e ogni squilibrio tra domanda e offerta di credito verrà eliminato da una variazione del tasso di interesse e non da una variazione del livello generale dei prezzi. Secondo la teoria tradizionale le autorità monetarie controllano la quantità di moneta, e quindi il prezzo della moneta, ma non l'offerta di credito che dipende invece dalle decisioni di risparmio. La relazione tra decisioni di risparmio e offerta di credito costituisce un punto fondamentale della teoria *mainstream* della finanza.

## ***2.2 La teoria mainstream della finanza.***

La teoria *mainstream* definisce il fenomeno della finanza partendo dai concetti di risparmio e di investimento e sottolineando lo stretto legame, da un lato, tra decisioni di risparmio e offerta di credito e, dall'altro, tra decisioni di investimento e domanda di

credito. La presenza di istituzioni finanziarie come le banche è giustificata dalla dissociazione tra decisioni di risparmio e di investimento. Questo fenomeno consente di sottolineare la fondamentale importanza del mercato del credito, e della presenza di soggetti, come le banche, che facilitano il trasferimento delle risorse dai risparmiatori alle imprese.<sup>3</sup>

La dissociazione tra le decisioni di risparmio e di investimento introduce un elemento di fragilità poiché la promessa del debitore di restituire in futuro ciò che ha ottenuto in prestito, può non essere mantenuta. Ciò rende necessario per i risparmiatori raccogliere informazioni circa le caratteristiche dei progetti da finanziare e dei potenziali debitori. Gli economisti hanno applicato al mercato del credito le conclusioni dell'economia dell'informazione che si basano sul fondamentale lavoro di George Akerlof (1970), poiché è facile ipotizzare che anche questo mercato, sia caratterizzato da una situazione di asimmetria informativa. E' ragionevole assumere infatti, che i risparmiatori, che secondo la teoria *mainstream* sono i potenziali creditori, non abbiano informazioni sufficienti per valutare la qualità dei debitori. Si può ipotizzare

---

<sup>3</sup> "E' facile immaginare un mondo nel quale vi sia un alto livello di risparmi e di investimenti, ma nel quale vi sia un clima sfavorevole agli intermediari finanziari. Al limite, basterebbe immaginare che ogni singola 'unità di spesa' – sia questa una famiglia, un'impresa, o la pubblica amministrazione - avesse un bilancio in pareggio in conto di reddito e di produzione. Per ciascuna unità di spesa il reddito corrente eguaglierebbe la somma della spesa corrente e della spesa in conto capitale. Vi sarebbe ancora risparmio e investimento, ma il risparmio di ogni singola unità verrebbe ad essere puntualmente eguagliato dal suo investimento in attività patrimoniali tangibili. In un mondo di bilanci in pareggio, le emissioni di titoli da parte delle unità di spesa sarebbero nulle, o comunque prossime allo zero. La stessa cosa accadrebbe per quanto riguarda l'accumulazione delle attività finanziarie. Di conseguenza, un mondo di questo tipo non sarebbe per niente congeniale agli intermediari finanziari; il processo risparmio-investimento si potrebbe svolgere senza di essi." Gurley e Shaw (1960. pp. 83-84).

l'esistenza di due gruppi di debitori: i debitori di buona qualità che hanno un'elevata probabilità di rimborsare il debito, e quelli di cattiva qualità, con una bassa probabilità di rimborsare il prestito ricevuto. In presenza di perfetta informazione i risparmiatori-creditori applicherebbero condizioni differenti ai due gruppi di debitori, chiedendo un tasso di interesse più alto ai debitori più rischiosi ed un tasso inferiore agli altri.

In una situazione di asimmetria informativa, invece, verrà applicato lo stesso tasso di interesse a tutti i debitori. Si tratta di un comportamento che penalizza i debitori migliori, che sono costretti a pagare un tasso più alto rispetto a quello che avrebbero ottenuto in presenza di perfetta informazione, mentre avvantaggia gli altri. Come nel caso delle auto usate, gli effetti della presenza di asimmetria informativa possono essere eliminati grazie alla presenza di un intermediario che si specializza nella valutazione della qualità dei debitori. Secondo la teoria *mainstream* gli intermediari finanziari come le banche, svolgono all'interno del mercato del credito, la stessa funzione dei meccanici nel mercato delle auto usate. Stiglitz e Weiss (1990) illustrano il ruolo delle banche in una situazione di asimmetria informativa considerando una economia agricola nella quale l'oggetto del credito è costituito dal grano che può essere utilizzato come semente in terreni che hanno diversa produttività:

“La necessità del credito sorge a causa della discrepanza tra le dotazioni individuali di risorse e le opportunità di investimento. Questo punto può essere illustrato molto semplicemente se immaginiamo una economia agricola primitiva, nella quale differenti individui possiedono differenti lotti di terreno e hanno una diversa dotazione di sementi con le quali coltivare la terra. ... [Supponiamo che] il rendimento marginale di una quantità addizionale di semente impiegata nei differenti lotti possa variare significativamente. Il prodotto nazionale potrebbe aumentare considerevolmente se le sementi potessero essere trasferite dai lotti di terreno nei quali esse hanno una bassa produttività marginale ai lotti in cui si ottiene un'alta produttività marginale. Ma ciò richiede *credito*, cioè, alcuni agricoltori dovranno ottenere una maggior quantità di sementi rispetto alla loro dotazione in cambio di una *promessa* di restituire il prestito, nel periodo successivo, quando si otterrà il raccolto. Le banche sono le istituzioni che all'interno di questa società selezionano coloro che domandano credito, che individuano

i lotti di terreno che sono maggiormente produttivi, e che monitorano il comportamento dei debitori, al fine di verificare che le sementi siano effettivamente seminate piuttosto che, diciamo, consumate dal debitore in una festa.” Stiglitz e Weiss (1990, pp. 91-92).

L'esempio usato da Stiglitz e Weiss permette di sottolineare che il concetto di finanza utilizzato dalla teoria *mainstream* si applica perfettamente ad un sistema economico in cui si producono pochi beni che soddisfano i bisogni essenziali delle famiglie, come nel caso di una economia agricola. Gli economisti hanno descritto il funzionamento di una economia di questo tipo costruendo modelli teorici in cui si assume che venga prodotto un unico bene che può essere consumato oppure investito. Gli economisti classici come Smith e Ricardo, per esempio, hanno considerato una economia in cui si produce grano che può essere consumato oppure impiegato come bene di investimento quando viene usato come semente, o come bene-salario per pagare i lavoratori impiegati a produrre beni capitali come vanghe o aratri.

Se si considera un sistema economico che ha queste caratteristiche allora è facile spiegare le ragioni che hanno indotto gli economisti *mainstream* ad elaborare modelli teorici che rendono esplicite soltanto le decisioni di risparmio e di investimento, e che trascurano il mercato del credito. In questo caso, infatti, le funzioni di domanda e offerta di credito sono il semplice riflesso delle decisioni di risparmio e di investimento. L'impostazione della teoria tradizionale è ben illustrata da uno dei più noti economisti monetari americani, Bennett McCallum, che nelle pagine introduttive del suo manuale di economia monetaria spiega le ragioni per le quali l'analisi si concentra sul mercato della moneta e trascura il mercato del credito:

“[...] può essere saggio presentare l'economia monetaria dando poca attenzione al funzionamento dei mercati finanziari? [...] La risposta è [...] del tutto evidente. Essa si fonda sul fatto che le famiglie (e le imprese) nel prendere le loro decisioni relative alla domanda e offerta di credito, sono fundamentalmente interessate

all'ammontare di beni e servizi che vengono consumati o prodotti in vari momenti temporali. In altri termini, esse sono interessate fundamentalmente, alle scelte relative ai consumi e all'offerta di credito nel presente e nel futuro. Ma queste scelte sono soggette ad un vincolo di bilancio e quindi sono perfettamente equivalenti a decisioni relative all'offerta e alla domanda di strumenti finanziari. Quindi, per esempio, una famiglia che decide di realizzare quest'anno un ammontare di consumi superiore al proprio reddito, sceglierà di indebitarsi [...] per l'ammontare corrispondente. Conseguentemente, non è necessario considerare in modo esplicito *entrambe* le decisioni. Il procedimento seguito in questo libro consiste nel concentrare l'attenzione sulle decisioni di consumo-risparmio piuttosto che sulle decisioni debito-credito, lasciando che queste ultime siano determinate implicitamente. [...] Da questa prospettiva, si deve concludere che è profondamente sbagliato far riferimento ad una possibile connessione tra 'il settore finanziario e il settore reale dell'economia', per usare una frase che appare a volte nella letteratura riguardante la politica monetaria. Questa frase è sbagliata perché essa non riconosce che il settore finanziario è il settore reale." McCallum (1989, pp.25-30).

All'interno del mondo descritto dalla teoria mainstream le banche non creano rischio, ma lo riducono. La loro presenza assicura che il grano risparmiato venga utilizzato per finanziare gli agricoltori che possiedono i terreni più fertili. La spiegazione dell'origine della crisi elaborata da Rajan, secondo la quale il sistema bancario avrebbe creato rischio, contrasta con la teoria mainstream della finanza che, come si è visto, considera le banche come semplici intermediari che facilitano il trasferimento di risorse dai risparmiatori alle imprese superando i problemi di asimmetrie informative. Anche la spiegazione elaborata da Bernanke contrasta con la teoria mainstream secondo la quale un aumento della propensione al risparmio non provoca crisi poiché il risparmio costituisce il fattore che determina gli investimenti e quindi lo stock di capitale da cui dipende il processo di crescita. Questa relazione costituisce il fondamento della moderna teoria della crescita.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Si vedano ad esempio: Pagano (1993), King e Levine (1993), Levine (1997), (2002), (2004), Gorton e Winton (2002), Watchel (2003) Barro e Sala-i-Martin (2004). Anche Piketty (2013) nella sua analisi della dinamica del capitale, pone le decisioni di risparmio alla base del processo di accumulazione del capitale.

### ***2.3 Moneta bancaria, ricchezza e speculazione.***

Tutte e tre le spiegazioni dell'origine della crisi elaborate dagli economisti mainstream utilizzano i concetti di speculazione e di bolla speculativa che sono estranei alla teoria tradizionale che afferma la validità universale della legge della domanda e dell'offerta. I fenomeni della speculazione e delle bolle speculative si possono definire soltanto se si considera un sistema economico nel quale, oltre ai mercati tradizionali in cui vale la legge della domanda e dell'offerta, esistono mercati che possiamo definire 'speculativi' all'interno dei quali le attività vengono acquistate e vendute sulla base delle aspettative circa il loro prezzo futuro. L'importanza di questi mercati emerge in un sistema economico a cui si può associare il concetto di ricchezza.

Il significato di questo concetto è facilmente definibile se si pensa ai sistemi economici contemporanei. La ricchezza di un individuo corrisponde all'insieme delle attività finanziarie (moneta e titoli di credito come azioni e obbligazioni) e beni durevoli (ad esempio: abitazioni e terreni) che egli possiede in un determinato momento. La ricchezza può variare nel tempo in funzione del risparmio. Quando un individuo decide di risparmiare una parte del proprio reddito egli aggiunge nuove attività finanziarie o nuovi beni durevoli alla sua preesistente ricchezza. La ricchezza, nel linguaggio degli economisti è una grandezza stock, definita in corrispondenza ad un istante di tempo.

La relazione tra decisioni di risparmio e ricchezza non è facilmente spiegabile all'interno del mondo descritto dalla teoria *mainstream* nel quale la moneta è un semplice velo e il risparmio è definito in termini reali, come l'ammontare dei beni

---

Quella che egli definisce come la seconda legge del capitalismo, stabilisce una relazione diretta tra il tasso di risparmio e il rapporto tra lo stock di capitale e il reddito.

prodotti e non consumati. Infatti, se il risparmio consiste nel grano prodotto e non consumato, non è realistico ipotizzare un processo di accumulazione di ricchezza mediante il quale un individuo ammassa una quantità crescente di grano aggiungendo di anno in anno il flusso risparmiato all'ammontare accumulato in precedenza.

Questo processo non si può realizzare per almeno due ragioni. In primo luogo, ammesso che il grano non sia deperibile, la decisione di accumulare grano avrebbe la conseguenza di ridurre gli investimenti; infatti, il grano risparmiato non viene impiegato per produrre altro grano e la relazione risparmi-investimenti si interrompe. In secondo luogo, si deve riconoscere che in una economia grano, cioè in un sistema economico in cui si producono pochi beni che soddisfano i bisogni essenziali, vale il principio di sazietà dei bisogni. In altri termini, è ragionevole supporre che in questa economia, in cui ogni individuo produce beni che consuma direttamente o che scambia con altri beni necessari, esista un limite fisiologico all'ammontare di beni che un individuo desidera possedere. E' irrealistico supporre che un agricoltore desideri accumulare una quantità infinita di grano, o un artigiano una quantità infinita di tavoli.

Ricchezza e speculazione caratterizzano, dunque, un sistema economico abitato da soggetti che hanno bisogni illimitati, in cui vale il principio di insaziabilità. Se i bisogni sono insaziabili, non esistono limiti al desiderio di accumulare ricchezza, poiché le risorse sono, per definizione, scarse. Al fine di spiegare il fenomeno della speculazione e della crisi è necessario quindi, considerare un sistema economico profondamente diverso da quello descritto dalla teoria *mainstream*.

## ***2.4 Due conclusioni***

La teoria *mainstream* descrive un sistema economico che possiede tre fondamentali caratteristiche. In primo luogo si tratta di una economia in cui vale la teoria quantitativa della moneta che afferma che l'obiettivo fondamentale da assegnare alle autorità monetarie è quello di assicurare la stabilità dei prezzi poiché la politica monetaria non ha alcun effetto sulle grandezze reali. In secondo luogo si tratta di una economia che ha le caratteristiche di una economia grano, in cui il fenomeno della finanza può essere definito sulla base della relazione tra decisioni di risparmio e offerta di credito. Le banche, all'interno di questa economia, sono intermediari che risolvono i problemi di asimmetria informativa svolgendo una funzione analoga a quella dei meccanici nel mercato delle auto usate descritto da Akerlof. In terzo luogo, la teoria *mainstream* descrive un sistema economico in cui il processo di accumulazione della ricchezza e il fenomeno della speculazione non sono rilevanti.

Le spiegazioni dell'origine della crisi elaborate dagli economisti *mainstream* considerano invece, un sistema economico profondamente diverso nel quale: i) l'offerta di credito è indipendente rispetto alle decisioni di risparmio e deriva, invece, dalle scelte del sistema bancario; ii) la finanza può creare rischio; iii) il fenomeno della speculazione è rilevante. Da questa contraddizione discendono due conclusioni. La prima consiste nel sostenere che la teoria *mainstream* è inadatta a spiegare il funzionamento delle economie contemporanee. La seconda conclusione consiste nel sottolineare la necessità di elaborare un modello teorico profondamente diverso da quello tradizionale che sappia tener conto delle caratteristiche delle economie in cui viviamo.

### 3 Un approccio teorico alternativo

#### 3.1 *Le caratteristiche di una monetary economy*

La conclusione secondo cui la teoria *mainstream* non è in grado di spiegare il funzionamento delle economie contemporanee non può certamente essere considerata originale. Essa accomuna il pensiero di un folto gruppo di economisti *eretici* tra cui si possono citare Marx, Keynes, Schumpeter, Kalecki, Kaldor e Minsky. In tempi diversi, essi hanno sottolineato che la teoria tradizionale non è in grado di spiegare il funzionamento dei sistemi economici in cui realmente viviamo.

La loro posizione può essere descritta utilizzando le formule adottate da Marx per distinguere tra la ‘circolazione semplice delle merci’ rappresentata dalla sequenza Merce (M) – Denaro (D) – Merce (M’), e la ‘circolazione del denaro come capitale’ rappresentata dalla sequenza Denaro (D) – Merce (M) – Denaro (D’), tipica di un’economia capitalista. Keynes recupera queste due espressioni per sottolineare il fatto che la teoria tradizionale, può essere applicata soltanto alla prima economia che egli definisce con l’espressione: *real exchange economy*. Si tratta di una economia costituita da piccoli produttori, ognuno dei quali realizza una merce (M) che viene ceduta in cambio di denaro (D) che, a sua volta, viene utilizzato per acquistare una merce differente. Il denaro è un semplice mezzo di scambio e il fine ultimo degli scambi è il soddisfacimento dei bisogni. Ogni soggetto alla fine della sequenza ottiene una merce che soddisfa un bisogno diverso rispetto a quello associato alla merce posseduta inizialmente. In questo sistema economico vale la legge di Say poiché la produzione di beni costituisce la condizione necessaria per domandare altri beni, quindi l’offerta crea la domanda.

La seconda sequenza descrive invece, un'economia capitalista in cui la produzione di beni non costituisce l'obiettivo dell'attività economica, ma rappresenta lo strumento mediante il quale l'imprenditore si propone di ottenere un ammontare di moneta superiore rispetto a quella che corrisponde ai costi di produzione. In questa economia il processo economico inizia con la disponibilità di una somma di danaro (D) che consente all'imprenditore di organizzare la produzione di una merce (M) assumendo forza lavoro e acquistando mezzi di produzione. La sequenza si chiude con la vendita di questa merce in cambio di denaro (D'). L'obiettivo dell'imprenditore consiste nell'ottenere una somma di denaro (D') maggiore di quella iniziale pari a (D). In questo caso il denaro non è un semplice mezzo di scambio, ma svolge una duplice funzione: da un lato, costituisce il fine ultimo dell'attività dell'imprenditore-capitalista, e dall'altro, rappresenta lo strumento indispensabile per poter organizzare la produzione di merci al fine di ottenere una maggior quantità di denaro. Le differenze significative tra questi due sistemi economici sono rappresentate schematicamente dalla tabella 1 (Per una descrizione dettagliata si veda Bertocco 2015, parte seconda) .

1) La teoria neoclassica descrive una economia agricola fatta di auto produttori che producono beni allo scopo di domandare altri beni. Le economie contemporanee invece, sono economie industriali nelle quali la produzione di beni è lo strumento che consente di ottenere un profitto in termini di moneta.

2) In una economia grano le decisioni di investimento vengono prese in condizioni di certezza poiché l'obiettivo degli agenti economici è produrre beni, quindi i risultati delle decisioni di investimento possono essere definiti in termini di quantità prodotte. In questo caso il confronto tra i costi e i ricavi relativi ad una determinata decisione di investimento è determinato dalla tecnologia che consente di stabilire quanto grano si

potrà ottenere in futuro da una data quantità di grano impiegata come semente oppure per pagare un lavoratore impiegato nella produzione di vanghe ed aratri. Nell'economia monetaria descritta da Keynes invece, le decisioni di investimento vengono realizzate in condizioni di incertezza, poiché gli investimenti hanno le caratteristiche delle innovazioni schumpeteriane e i risultati che interessano l'imprenditore che introduce le innovazioni non corrispondono alla quantità di beni prodotti ma ai ricavi monetari che egli riuscirà ad ottenere attraverso le innovazioni.

<b>Merce→Denaro→Merce</b>	<b>Denaro→Merce→Denaro</b>
Auto produttori- economia agricola	Economia industriale
Decisioni di investimento - Certezza	Decisioni di investimento - Incertezza
Individui omogenei (Imprenditore irrilevante)	Eterogeneità degli individui (Imprenditori e lavoratori)
Sovranità dei consumatori	Non vale sovranità dei consumatori
Sazietà dei bisogni	Insaziabilità dei bisogni- Scarsità delle risorse
Irrelevanza ricchezza e speculazione	Importanza ricchezza e speculazione
Neutralità della moneta	Non neutralità della moneta
Neutralità della finanza	Non neutralità della moneta
Vale la legge di Say	Non vale la legge di Say
Uguaglianza dei redditi	Disuguaglianza dei redditi - Natura monetaria dei profitti
Sistema stabile –Stato Stazionario	Instabilità

**Tabella 1**

3) In una economia in cui le decisioni di investimento vengono prese in condizioni di certezza la differenza tra lavoratori e imprenditori sparisce. Questa economia è abitata da soggetti omogenei. La figura dell'imprenditore assume rilievo in una economia in cui

le innovazioni sono rilevanti e le decisioni di investimento vengono realizzate in condizioni di incertezza. Schumpeter attribuisce la definizione di imprenditore a colui che introduce le innovazioni e Keynes sottolinea la particolarità degli imprenditori osservando che si tratta di soggetti dotati di *animal spirits*, capaci di agire anche quando non è possibile definire in termini probabilistici i risultati delle loro azioni.

4) Nell'economia descritta dalla teoria mainstream vale il principio della sovranità dei consumatori. I bisogni sono dati esogenamente e il processo produttivo ha come obiettivo quello di soddisfare i bisogni. Nelle economie in cui viviamo i bisogni dei consumatori sono endogeni, poiché vengono continuamente condizionati dalle innovazioni introdotte dagli imprenditori; non vale quindi il principio della sovranità dei consumatori.

5) In un sistema economico che ha le caratteristiche di una economia agricola e in cui i bisogni sono dati, vale il principio di sazietà dei bisogni. Se si assume che i bisogni siano dati, si deve necessariamente concludere che le uniche innovazioni che possono essere introdotte sono quelle che consentono di aumentare la produttività del lavoro impiegato a realizzare l'insieme dei beni che soddisfa i bisogni assoluti. Quindi, con il passare del tempo, si raggiungerà una condizione in cui la popolazione sarà in grado di produrre i beni necessari ad assicurare una vita dignitosa, lavorando soltanto poche ore la settimana. In altre parole, si raggiungerà quello che gli economisti classici definivano uno 'stato stazionario' e che Keynes, in un saggio del 1930, definiva la condizione in cui *l'umanità risolverà il suo problema economico*. Nelle economie contemporanee invece, in cui i bisogni sono continuamente condizionati dalle innovazioni introdotte dagli imprenditori, vale il principio di insaziabilità dei bisogni.

6) Se i bisogni sono insaziabili le risorse sono per definizione scarse. Nelle economie contemporanee diventano rilevanti i concetti di ricchezza, il processo di accumulazione di ricchezza e la relazione tra decisioni di risparmio e accumulazione di ricchezza sottolineata da Keynes. All'economia grano descritta dalla teoria neoclassica invece, si può associare il concetto risparmio ma non quello di ricchezza. Infatti, se il risparmio consiste nel grano prodotto e non consumato, non è realistico ipotizzare un processo di accumulazione di ricchezza mediante il quale un individuo ammassa una quantità crescente di grano aggiungendo di anno in anno il flusso risparmiato all'ammontare accumulato in precedenza. La presenza della ricchezza costituisce un elemento fondamentale per spiegare l'importanza dei fenomeni della speculazione e delle bolle speculative.

7) Secondo la teoria neoclassica la moneta è soltanto un mezzo di scambio il cui impiego non cambia la struttura del sistema economico che rimane quella di una economia di baratto. Keynes invece definisce le economie in cui viviamo con l'espressione *monetary economy* per sottolineare il fatto che la moneta cambia la struttura del sistema economico. Schumpeter sottolinea come la moneta bancaria costituisca un elemento essenziale di quella che egli definisce una economia capitalista; senza moneta bancaria non si può spiegare il processo di sviluppo determinato dall'introduzione di innovazioni, che caratterizza le economie contemporanee.

8) Nell'economia grano descritta dalla teoria neoclassica il fenomeno del credito è espressione delle decisioni di risparmio e di investimento; il mercato del credito può quindi essere trascurato. Nelle economie contemporanee invece, il fenomeno del credito è indipendente dalle decisioni di risparmio poichè le banche offrono credito creando

nuova moneta. In questo modo esse condizionano l'introduzione delle innovazioni e influenzano il processo di sviluppo del sistema economico.

9) Secondo la teoria classica vale la legge di Say. In una economia grano il mercato dei capitali è il luogo in cui si scambiano le risorse risparmiate che consistono nel grano prodotto e non consumato. In questo caso possiamo ipotizzare che esista un valore positivo del tasso di interesse che indurrà le imprese a domandare il grano risparmiato per usarlo come semente oppure per pagare lavoratori che costruiscono vanghe ed aratri. Infatti la produttività della terra assicura un rendimento degli investimenti positivo in termini di grano, che consente agli imprenditori di pagare un interesse positivo. In una economia monetaria invece, non è possibile assumere che esista necessariamente un valore positivo del tasso di interesse che spinge le imprese a realizzare un livello degli investimenti coerente con la piena occupazione. In questa economia infatti gli investimenti assumono le caratteristiche delle innovazioni schumpeteriane e vengono finanziati, in condizioni di incertezza, mediante la creazione di moneta da parte del sistema bancario. Ciò implica che nel caso in cui scarseggino imprenditori o banchieri dotati di *animal spirits*, anche in presenza di tassi di interesse pari a zero, il flusso di investimenti può essere inferiore a quello necessario ad assicurare la piena occupazione.

10) L'economia grano descritta dalla teoria neoclassica, in cui gli investimenti vengono realizzati in condizioni di certezza, è composta da individui omogenei i cui redditi sono sostanzialmente simili. Si tratta di una economia caratterizzata da una sostanziale uguaglianza dei redditi. Un'economia monetaria invece è caratterizzata da soggetti economici disomogenei: lavoratori, imprenditori, banchieri, speculatori, che possono ottenere redditi molto diversi. Keynes e Schumpeter osservano che i profitti hanno una natura monetaria. Keynes sottolinea che il risultato dell'attività dell'imprenditore non

può essere definito in termini di quantità di prodotto poiché il suo obiettivo è costituito dal conseguimento di un profitto in termini di moneta che non coincide con il valore monetario di ciò che egli produce, ma di ciò che riesce a vendere.<sup>5</sup> Analogamente, Schumpeter (1912, p. 169) afferma che: “Il profitto è un’eccedenza sui costi. Dal punto di vista dell’imprenditore [...] esso è la differenza tra le entrate e le uscite di un’impresa.” Schumpeter usa questa definizione per sottolineare che il profitto non è il risultato della produttività della terra, come succede per il grano, ma è un fenomeno tipico dello sviluppo e quindi di una economia capitalista.<sup>6</sup>

11) L’economia grano descritta dalla teoria neoclassica è stabile; si trova continuamente in una condizione di piena occupazione e, nel lungo periodo, converge verso lo stato stazionario in cui, secondo la previsione di Keynes circa le possibilità economiche dei ‘suoi’ nipoti, l’umanità non avrà più bisogno di lavorare. Le economie in cui viviamo invece, sono strutturalmente instabili. A questo punto è dedicato il prossimo paragrafo.

In conclusione si può osservare che il sistema economico descritto dagli economisti *eretici* possiede le caratteristiche che emergono dalle spiegazioni dell’origine della crisi elaborate dagli economisti mainstream. Si tratta infatti, di un sistema economico in cui: i) l’offerta di credito è indipendente dalle decisioni di

---

<sup>5</sup> “Un’impresa ragiona in termini di somme di moneta. Non ha alcun obiettivo al mondo se non quello di terminare con una maggior quantità di moneta rispetto a quella con cui ha iniziato. Questa è la caratteristica essenziale di una [economia monetaria].” Keynes (1933, p. 89).

<sup>6</sup> “Senza sviluppo niente profitto, senza profitto niente sviluppo.” Schumpeter (1912, p. 194). “Il livello dei profitti non può essere determinato in maniera così precisa come la grandezza dei redditi nel flusso circolare. Di esso, in particolare, non si può dire come degli elementi di costo di quest’ultimo, che sia sufficiente a produrre esattamente la ‘quantità di prestazioni imprenditoriali richieste’. Questa quantità, teoricamente determinata, non esiste.” Schumpeter (1912, p. 195).

risparmio; ii) la finanza crea rischio poiché il processo di creazione di moneta costituisce un elemento essenziale per spiegare la presenza di un flusso elevato di investimenti che si realizzano in condizioni di incertezza e per spiegare la relazione tra decisioni di risparmio e accumulazione di ricchezza da cui deriva l'importanza del fenomeno della speculazione; iii) sono rilevanti i fenomeni della speculazione e delle bolle speculative.

### ***3.2 La natura endogena della crisi contemporanea.***

Gli economisti mainstream, come si è visto, considerano la crisi contemporanea come un evento estraneo al normale funzionamento di una economia di mercato, come la conseguenza degli errori compiuti dalla Federal Reserve e dal sistema finanziario americano. Queste spiegazioni non hanno alcun fondamento se si considera il sistema economico descritto dalla teoria tradizionale che ha le caratteristiche di una economia agricola e il cui funzionamento può essere descritto assumendo che si produca un unico bene costituito dal grano. In un sistema economico che possiede queste caratteristiche una crisi come quella innescata dal crollo del mercato dei mutui *subprime* non avrebbe mai potuto verificarsi. Né la banca centrale né il sistema bancario avrebbero potuto commettere gli errori che vengono loro imputati nelle spiegazioni descritte nel secondo capitolo. La banca centrale, coerentemente con gli insegnamenti della teoria quantitativa della moneta, non avrebbe avuto alcun motivo per adottare una politica monetaria espansiva portando il tasso di interesse monetario al di sotto di quello naturale. Neppure il sistema bancario, la cui funzione consiste, all'interno di una economia grano, nel selezionare i debitori più meritevoli, avrebbe potuto improvvisamente finanziare imprenditori incapaci di produrre grano. L'impossibilità di spiegare l'origine della crisi

utilizzando la teoria tradizionale è confermata dal fatto che le spiegazioni elaborate dagli economisti mainstream, descritte nel secondo capitolo, utilizzano concetti e relazioni che non sono coerenti con questa teoria.

Le spiegazioni dell'origine della crisi fondate sul concetto di errore non funzionano neppure se applicate ad un sistema economico che, come quello in cui viviamo, ha le caratteristiche emerse dalle spiegazioni dell'origine della crisi elaborate dagli economisti mainstream. La lezione degli economisti *eretici* citati nelle pagine precedenti sottolinea la natura endogena delle crisi, ovvero il fatto che la loro origine non possa essere spiegata, come fanno gli economisti *mainstream*, semplicemente usando le categorie dell'errore e dell'incidente. Questo approccio sottolinea che le crisi sono strettamente legate al normale funzionamento delle economie moderne e al ruolo che in esse assumono la moneta e il sistema finanziario.<sup>7</sup>

Specificare la natura endogena della crisi significa sostenere che un'economia di mercato non converge spontaneamente verso una condizione ideale nella quale si realizza la piena occupazione della forza lavoro disponibile, in cui tutte le risorse risparmiate sono destinate agli investimenti più produttivi e capitale e lavoro vengono remunerati in funzione delle rispettive produttività. Inoltre, riconoscere la natura endogena della crisi significa sottolineare che gli stessi fattori da cui dipende la vitalità

---

<sup>7</sup> “Le crisi – boom insostenibili seguiti da destini catastrofici - sono sempre esistite e sempre esisteranno; benché probabilmente siano più antiche del capitalismo, hanno con quest'ultimo una relazione speciale. In effetti, per molti aspetti fondamentali, le crisi sono iscritte nel genoma stesso del capitalismo. Proprio quei fattori che conferiscono al capitalismo la sua vitalità – il suo potere di innovazione e la sua tolleranza al rischio - possono anche creare i presupposti per l'insorgere di bolle finanziarie e creditizie e, quindi, per tracolli disastrosi i cui effetti negativi continuano a ripercuotersi a lungo sull'economia.” Roubini e Mihm (2010, pp.12-13).

del capitalismo, che hanno consentito nel giro di poche generazioni di aumentare in maniera straordinaria il tenore di vita della popolazione dei paesi avanzati, possono generare profonda instabilità.

Il continuo processo di trasformazione che contraddistingue un'economia non ergodica è il risultato di due forze fondamentali. La prima è costituita dalle innovazioni introdotte dagli imprenditori e finanziate dalla liquidità creata dal sistema finanziario; la seconda corrisponde a quelle che Douglass North, premio Nobel per l'economia nel 1993, definisce le istituzioni, cioè l'insieme di norme formali e informali e di meccanismi sanzionatori, che definiscono le 'regole del gioco' che influenzano il comportamento dei membri di una collettività. Le caratteristiche del sistema istituzionale dipendono dalle 'credenze dominanti', che corrispondono alle teorie elaborate da coloro che sono nelle condizioni di prendere decisioni. Queste credenze: “ [...] rappresentano sia un modello positivo di come funziona il sistema sia un modello normativo del modo in cui esso dovrebbe funzionare.” North (2005, p. 20).

North sottolinea che il processo di cambiamento che caratterizza le economie contemporanee non converge verso una condizione ideale, ma produce nuove forme di incertezza, nuovi problemi che richiedono nuove risposte:

“ [...] resta senz'altro valida l'intuizione di Schumpeter sugli effetti della distruzione creatrice che presenta l'innovazione, la quale ha continuamente dato luogo a cambiamenti impreveduti riguardanti non solo lo specifico prodotto che veniva rivoluzionato, ma anche le sue più vaste ramificazioni che hanno portato al cambiamento complessivo della società. [...] Il cambiamento istituzionale, riducendo le incertezze dell'ambiente naturale, ha anche prodotto quel complesso ambiente umano da cui è derivato un insieme di incertezze interamente nuovo.[...] La rivoluzione tecnologica degli ultimi secoli ha reso possibile un livello di benessere inimmaginabile rispetto al passato, ma ha anche creato un mondo di interdipendenze e di esternalità generalizzate, e di conseguenza un nuovo sistema di incertezze. La *lex mercatoria*, le norme sui brevetti, l'integrazione istituzionale della conoscenza diffusa, la creazione di un sistema giudiziario, sono tutti aspetti importanti dei tentativi messi in atto per

rendere più efficienti i mercati dei paesi sviluppati. Essi tuttavia ci stanno conducendo verso un mondo sconosciuto di incertezze future.” North (2005, pp. 41-42).

La lezione di Keynes e Schumpeter permette di sottolineare il ruolo fondamentale della moneta e della finanza al fine di definire la natura strutturale delle crisi nelle economie contemporanee. Da un lato Schumpeter sottolinea il ruolo della moneta nel processo di cambiamento che caratterizza una economia capitalista, mentre dall’altro, Keynes pone al centro della sua analisi la relazione tra moneta e crisi e quindi il ruolo della moneta nello spiegare le fluttuazioni del reddito e dell’occupazione che caratterizzano una economia monetaria.

La teoria di Schumpeter costituisce lo strumento essenziale per comprendere il significato degli elementi che compongono la spiegazione keynesiana della natura monetaria della crisi. Il primo elemento è costituito dalla dimensione dell’incertezza. Il concetto schumpeteriano di innovazione è fondamentale per specificare la relazione tra decisioni di investimento e incertezza che caratterizza il pensiero di Keynes. L’analisi di Schumpeter che mette in rilievo il ruolo essenziale delle banche e del processo di creazione della moneta bancaria al fine dell’introduzione delle innovazioni, consente di mettere in rilievo la natura monetaria dell’incertezza (Bertocco 2015, cap. 5). Inoltre la relazione tra moneta bancaria, decisioni di investimento che hanno le caratteristiche delle innovazioni schumpeteriane e incertezza, consente dispiegare la natura monetaria delle fluttuazioni della domanda aggregata e del principio keynesiano della domanda effettiva (seconda componente).

La terza componente della spiegazione keynesiana della natura monetaria delle crisi è costituita dal fenomeno della speculazione. Keynes sottolinea che questo fenomeno caratterizza un sistema economico in cui è rilevante il concetto di ricchezza e

la relazione tra decisioni di risparmio e accumulazione di ricchezza. Questa relazione diventa significativa in un sistema economico in cui vale il principio di insaziabilità dei bisogni; se i bisogni sono illimitati, le risorse sono, per definizione scarse e i soggetti economici sono spinti ad accumulare una ricchezza senza limiti attraverso le decisioni di risparmio. Il principio di insaziabilità dei bisogni si può applicare ad una economia, come quella descritta da Schumpeter, caratterizzata da un processo di sviluppo trascinato dalle innovazioni e in cui non vale il principio della sovranità del consumatore.

In un sistema economico in cui i bisogni sono endogeni, non è importante soltanto il livello della domanda aggregata, ma anche la sua composizione. In altri termini, il principio della domanda effettiva si applica ad un mondo in cui non vale il principio della sovranità dei consumatori; ciò implica che il problema dell'insufficienza della domanda effettiva è strutturalmente legato a quello della sua composizione.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Questo punto è sottolineato con lucidità da Joan Robinson: "Keynes si era battuto contro l'ortodossia dominante, la quale sosteneva che la spesa pubblica non può aumentare l'occupazione, e doveva innanzitutto dimostrare che era vero il contrario. Doveva dimostrare che un aumento degli investimenti aumenta il consumo, che l'incremento dei salari induce un incremento della spesa, a prescindere dall'utilità dell'investimento. Doveva dimostrare che l'aumento in seconda istanza del reddito è indipendente dall'oggetto della spesa originaria. Si paghino i disoccupati per scavare buche nel terreno e quindi per riempirle, se non si può fare niente di meglio. La resistenza ortodossa a quest'idea era enorme, e l'intera argomentazione doveva concentrarsi su questo punto. La guerra fu una severa lezione di 'keynesismo'. .... Gli economisti allora recepirono Keynes ed eressero la nuova ortodossia. Acquisito il principio, cambiavano i termini della questione: ora che siamo tutti d'accordo che la spesa pubblica può mantenere l'occupazione, dobbiamo discutere sulla destinazione della spesa. Keynes *non voleva* che si scavassero buche per riempirle. .... Gli economisti ortodossi hanno trascurato i grandi problemi di cui ognuno avverte l'urgenza e l'aminaccia. Tutto il guaio nasce da una semplice distrazione: quando Keynes

Minsky (1975,1982, 1986, 1992) è l'economista contemporaneo che ha maggiormente contribuito a sviluppare l'analisi della relazione tra moneta e crisi che caratterizza quella che Keynes ha definito la *teoria monetaria della produzione*. Due sono i punti fondamentali del lavoro di Minsky. Il primo consiste nel sottolineare che i rapporti di credito e debito connessi al processo di finanziamento degli investimenti, rendono importante quella che Minsky chiama la fase della 'convalida del debito', cioè il momento in cui gli imprenditori che si sono indebitati, devono rimborsare il loro debito. Il secondo punto consiste nel sottolineare che un'economia capitalistica non è destinata a raggiungere, grazie alle politiche definite dalla 'sintesi neoclassica', uno stato stazionario caratterizzato dalla piena occupazione e a mantenerlo nel tempo poiché, nelle fasi 'tranquille', caratterizzate da redditi elevati e piena occupazione, si creano le condizioni che portano alla crisi.

Affermare la natura endogena delle crisi non deve tuttavia, indurre a concludere che esse, come i terremoti, sono inevitabili. Le crisi infatti non sono eventi naturali ma fenomeni sociali. Ciò ha una conseguenza rilevante: mentre la probabilità che si verifichi un terremoto non dipende dalla teoria elaborata dai sismologi per spiegarne l'origine, la probabilità che si verifichi una crisi economica non è indipendente rispetto al modo in cui gli economisti teorizzano il funzionamento di una economia di mercato. Questo aggrava le responsabilità della professione economica che, elaborando negli ultimi decenni modelli teorici che trascuravano la natura instabile delle economie di mercato, ha contribuito a creare le condizioni che hanno reso possibile una nuova crisi.

---

è entrato nell'ortodossia ci si è dimenticati di cambiare quesito e discutere a che serve l'occupazione." (J. Robinson, 1972, pp.107-111)

Diffondendo questi modelli teorici gli economisti hanno contribuito al verificarsi della crisi in due modi. In primo luogo essi sono stati indotti a sottovalutare i segnali di instabilità che si sono manifestati negli anni precedenti lo scoppio della bolla immobiliare. Nel periodo della ‘Grande Moderazione’, i fenomeni più evidenti che segnalavano il possibile avvio di un processo che avrebbe potuto provocare una crisi devastante, riguardavano il settore finanziario. Il primo riguardava la forte crescita della dimensione del sistema finanziario rispetto al sistema economico nel suo complesso. Il rapporto tra l’insieme degli strumenti finanziari in circolazione, misurato dalla somma delle azioni, delle obbligazioni pubbliche e private e dei depositi bancari, e il Pil mondiale è passato da 1,2 nel 1980 a 4,4 nel 2007 (Palma 2009, p. 833), mentre il rapporto tra il debito complessivo, al netto delle azioni, e il Pil, è passato da 1,7 nel 1980 a 3,1 nel 2010.

Il secondo fenomeno riguardava l’incremento dei redditi percepiti dal settore finanziario. La quota del valore aggiunto attribuita al settore finanziario negli Stati Uniti è passata dal 2 per cento del 1950 all’ 8 per cento del 2006 (Philippon (2008)). In Gran Bretagna invece, questa quota è passata dal 5 per cento del 1970 all’ 8 per cento del 2007 (Haldane *et al.* 2010). La crescita della dimensione relativa del sistema finanziario e l’incremento delle remunerazioni dei manager e degli impiegati del settore finanziario, avrebbero dovuto attirare l’attenzione degli economisti *mainstream*, poiché erano incoerenti con quanto prevedeva la teoria tradizionale della finanza. La teoria tradizionale afferma infatti, che la funzione fondamentale delle istituzioni finanziarie consiste nel facilitare il trasferimento di risorse dai risparmiatori agli imprenditori, che può essere reso difficile dalla presenza di imperfetta informazione. In base a questo approccio le banche svolgono all’interno del mercato del credito la stessa funzione

svolta dai meccanici nel mercato delle auto usate descritto da Akerlof (1970). Alla luce di questa definizione del ruolo delle banche, la straordinaria crescita dei redditi percepiti dagli operatori finanziari negli ultimi decenni costituisce un fenomeno inspiegabile. Infatti, se il ruolo dei manager bancari è sostanzialmente simile a quello dei meccanici, è difficile giustificare il fatto che essi abbiano ricevuto redditi annuali di milioni di euro. Se negli ultimi anni i meccanici avessero ricevuto redditi milionari, ciò avrebbe sicuramente sorpreso gli economisti ed attirato la loro attenzione.

In secondo luogo la professione economica, elaborando una teoria che escludeva che all'interno di una economia di mercato ben funzionante potesse verificarsi una crisi catastrofica, ha favorito scelte e comportamenti che hanno provocato la paralisi del sistema finanziario e la successiva recessione mondiale. La natura sociale delle crisi giustifica la conclusione secondo cui è possibile diminuire il rischio del loro verificarsi mediante l'adozione di comportamenti e regole adeguati. Admati e Hellwig saggiamente osservano:

“[...] le crisi finanziarie sono molto differenti rispetto ai terremoti. Secondo molti questa analogia è efficace, in realtà essa è fuorviante. Mentre non c'è molto da fare per evitare i terremoti, c'è molto che si può fare per ridurre la probabilità che si verifichino crisi finanziarie.” Admati e Hellwig (2013, p. 78).

Un importante esempio di misure che riducono il rischio che si verifichino crisi finanziarie è costituito dalla regolamentazione introdotta dopo la Grande Depressione provocata dalla crisi finanziaria del '29. Nel 1933, negli Stati Uniti fu approvato il *Glass-Steagall Act*, che introduceva l'assicurazione federale sui depositi al fine di evitare le crisi dovute alle corse agli sportelli dei depositanti che avevano perso fiducia nei confronti di una singola banca; un fenomeno piuttosto frequente nel passato. Venne inoltre impedito alle banche commerciali, i cui depositi godevano

dell'assicurazione federale, di scambiare obbligazioni ed azioni per conto proprio o di terzi, al fine di evitare che esse realizzassero operazioni di carattere speculativo. Operazioni in titoli e azioni potevano essere svolte, invece, dalle banche di investimento le cui passività non godevano di alcuna forma di assicurazione. Infine fu accordata alle sole banche commerciali la possibilità di affrontare crisi di liquidità ricorrendo al finanziamento offerto dalla *Federal Reserve*. La regolamentazione introdotta negli anni Trenta e Quaranta del secolo scorso assicurò un lungo periodo di stabilità che durò fino alla fine degli anni Sessanta.

A partire dagli anni Ottanta del secolo scorso, si realizzò un processo di deregolamentazione dei mercati finanziari e di liberalizzazione dei movimenti di capitale che segnò una rottura profonda con il sistema di regole e vincoli introdotto dopo la crisi del '29. La diffusione dell'ideologia neoliberista provocata dalla crisi degli anni '70 del secolo scorso che indusse gli economisti ad abbandonare il modello della *Sintesi Neoclassica di Keynes*, forniva la giustificazione teorica all'introduzione di misure che miravano a ridurre i vincoli sul sistema finanziario e sui movimenti di capitale. Gli economisti *mainstream* ritenevano che la deregolamentazione dei mercati finanziari e la liberalizzazione dei movimenti di capitale avrebbero avuto soltanto effetti positivi, poiché provocando un aumento del grado di concorrenza all'interno del sistema finanziario, ne avrebbero migliorato l'efficienza. L'equazione che lega la deregolamentazione dei mercati alla maggior concorrenza e quindi alla maggior efficienza può valere in mercati che non hanno carattere speculativo. Nel caso di una economia monetaria il processo di innovazione finanziaria può diventare un fattore di crisi poiché, come sottolinea Keynes, può favorire il prevalere della speculazione sull'intraprendenza. E' la presenza della speculazione che spiega le ragioni per le quali

la crescita della concorrenza all'interno dei mercati finanziari e le innovazioni, non hanno provocato una caduta dei profitti e dei redditi come suggerisce la teoria tradizionale, la quale considera soltanto mercati in cui vale la legge della domanda e dell'offerta. Un aumento della concorrenza tra i meccanici, all'interno del mercato delle auto usate descritto da Akerlof (1970), avrebbe certamente provocato una riduzione dei loro redditi; questo non è accaduto, invece, per le banche e i manager bancari.

Gli economisti *mainstream* hanno analizzato gli effetti della diffusione della finanza strutturata legata allo sviluppo del processo di cartolarizzazione dei crediti bancari, assumendo di essere all'interno di una economia grande nella quale questi strumenti possono avere una funzione assicurativa. È possibile immaginare contratti che tutelino i creditori dal rischio di insolvenza dovuto ad esempio, a cattivi raccolti provocati dal maltempo. Gli economisti mainstream hanno trascurato il fatto che, all'interno di una economia monetaria, negli ultimi decenni gli strumenti derivati sono stati usati prevalentemente per realizzare operazioni speculative in un orizzonte di breve periodo.

## **Conclusioni**

Gli economisti sono stati accusati di non aver saputo prevedere la crisi. In realtà le loro responsabilità sono ben più pesanti e derivano dall'aver elaborato, a partire dagli anni Settanta del secolo scorso, un modello teorico che affermava che in una economia di mercato liberata dal peso di una eccessiva presenza pubblica, non si sarebbe potuta verificare una crisi disastrosa. Questo modello costituiva il fondamento teorico delle politiche di deregolamentazione dei mercati e in particolare di quelli finanziari, di

liberalizzazione dei movimenti di merci e di capitali, e di privatizzazione realizzate a partire dagli anni Ottanta del secolo scorso. La diffusione dell'ideologia neoliberista ha creato le condizioni che hanno favorito i comportamenti che, durante gli anni della Grande Moderazione, hanno innescato la crisi.

I limiti della teoria tradizionale di ispirazione neoclassica sono stati evidenziati analizzando le spiegazioni delle cause della crisi elaborate dagli economisti *mainstream*. L'elemento che accomuna queste spiegazioni consiste nel considerare la crisi contemporanea come un evento accidentale, provocata dagli errori commessi dalle autorità monetarie americane e dai manager bancari che, spinti da un sistema di incentivi distorto, avrebbero utilizzato in modo improprio i prodotti del processo di innovazione finanziaria. Si è mostrato che queste spiegazioni utilizzano concetti e relazioni che sono estranei alla teoria macroeconomica *mainstream*. La teoria dominante descrive un sistema economico nel quale non sono possibili crisi. Si tratta di un sistema in cui le autorità monetarie controllano la quantità di moneta e non l'offerta di credito, le banche, che agiscono come intermediari finanziari, non creano rischio, e i risparmi finanziano gli investimenti e non le bolle speculative. Tuttavia quando spiegano l'origine della crisi, gli economisti *mainstream* prendono in considerazione un sistema profondamente diverso da quello descritto dal loro modello teorico di riferimento. Essi riconoscono, almeno implicitamente, che la crisi si è sviluppata in un sistema economico in cui: i) l'offerta di credito dipende dalle scelte del sistema bancario e non dalle decisioni di risparmio, ii) il sistema finanziario può creare rischio, iii) il fenomeno della speculazione è rilevante.

Nella seconda parte di questo lavoro si è mostrato che è possibile elaborare un modello teorico che sappia spiegare il funzionamento delle economie contemporanee

seguendo la lezione di un gruppo di economisti *eretici* il cui insegnamento permette di sottolineare la natura endogena delle crisi.

## Bibliografia

- Admati A. e M. Hellwig (2013), *The bankers' new clothes: what's wrong with banking and what to do about it*, Princeton University Press, Princeton.
- Akerlof G. (1970), The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), pp. 488-500.
- Barro R. e X. Sala-i-Martin (2004), *Economic growth*, MIT Press, Cambridge, USA.
- Bernanke B.S. (2005), The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, *Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists*, Richmond, Virginia, March 10, 2005.
- Bernanke B. S. (2007), Global Imbalances: Recent Developments and Prospects, *Speech at the Bundesbank Lecture*, Berlin, Germany, September 11, 2007.
- Bernanke B.S. (2010), Monetary Policy and the Housing Bubble, *Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association*, Atlanta, Georgia, January 3, 2010.
- Bertocco G. (2015), *La crisi e le responsabilità degli economisti*, Francesco Brioschi Editore, Milano.
- Friedman M. e Schwartz A. (1982), *Monetary trends in the United States and the United Kingdom: their relations to income, prices, and interest rates (1867-1975)*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Gorton G. e A. Winton (2002), Financial Intermediation, *NBER Working Paper*, No. 8928.
- Gurley J. e E. Shaw (1956), Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process, *The Journal of Finance*, 11 (2), pp. 257-276, ed. it., *Gli intermediari finanziari e il processo risparmio-investimento*, in Monti, M. (1969), a cura di, *Problemi di economia monetaria*, Etas Kompass, Milano, pp. 83-93.
- Haldane A., Brennan S. e V. Madouros (2010), *What is the contribution of the financial sector: miracle or mirage?*, in AA.VV. (2010), *The Future of Finance: The LSE Report*, LSE, London School of Economics and Political Science, pp. 87-120.
- Keynes J.M. (1930), Economic possibilities for our grandchildren, in *Nation and Athenaeum*, 11 and 18 October, rist. in Keynes J.M. (1973b), *The Collected Writings*, Macmillan Press, London, vol. IX, pp. 321-332, ed. it., *Possibilità economiche per i nostri nipoti*, in Pecchi L. e G. Piga, (2011), a cura di, *Il ventunesimo secolo di Keynes. Economia e società per le nuove generazioni*, Luiss University Press, Roma, pp. 29-36.

- Keynes J.M. (1933), *The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy*, bozza del secondo capitolo della *Teoria generale*, previsto nell'ultimo indice predisposto nel 1933, rist. in Keynes J.M. (1973g), *The Collected Writings*, Macmillan Press, London, vol. XXIX, pp. 76-106.
- King R. e R. Levine (1993), Finance and Growth. Schumpeter Might Be Right, *Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), pp. 717-737.
- Levine R. (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, 35 (2), pp. 688-726.
- Levine R. (2002), Bank-based or Market-based Financial Systems: Which Is Better?, *Journal of Financial Intermediation*, 11 (4), pp. 398-428.
- Levine R. (2004), Finance and Growth: Theory and Evidence, *NBER Working Paper*, No. 10766.
- Lucas R. (2003), Macroeconomic Priorities, *The American Economic Review*, 93 (1), pp. 1-14.
- McCallum B. (1989), *Monetary economics: theory and policy*, Macmillan Publishing Company, New York.
- Minsky H. (1975), *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York, ed. it. *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, Boringhieri, Torino, (1975).
- Minsky H. (1980), Money, Financial Markets and the Coherence of a Market Economy, *Journal of Post Keynesian Economics*, 3 (1), pp. 21-31
- Minsky H. (1982), *Can 'it' happen again? Essays on instability and finance*, M.E. Sharpe, New York, ed. it., *Potrebbe Ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, Einaudi, Torino, (1984)
- Minsky H. (1986), *Stabilizing an unstable economy*, Yale University Press, Yale, ed. it., *Governare la crisi. L'equilibrio in una economia instabile*, Edizioni di Comunità, Milano (1989).
- Minsky H. (1992), On the Non-Neutrality of Money, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Spring 1992-93, pp. 77-82.
- North D. (2005), *Understanding the process of economic change*, Princeton University Press, Princeton, ed. it., *Capire il processo di cambiamento economico*, il Mulino, Bologna, (2006).
- Palma J. (2009), The Revenge of the Market on Rentiers. Why Neo-liberal Reports of the End of History Turned out to be Premature, *Cambridge Journal of Economics*, 33 (4), pp. 829-869.
- Pagano M. (1993), Financial Markets and Growth: An Overview, *European Economic Review*, 37 (2-3), pp. 613-622.
- Perotti R. (2009), Processo alla crisi: economisti, alzatevi!, *Il Sole 24 Ore*, 27 Maggio 2009.
- Philippon T. (2008), The Evolution of the US Financial Industry from 1860 to 2007: Theory and Evidence, mimeo, November.
- Piketty T. (2013), *Le capital au XXI<sup>e</sup> siècle*, Éditions du Seuil, Paris, ed. it., *Il capitale nel XXI secolo*, Bompiani, Milano, (2014).

- Rajan R. (2006), Has Finance Made the World Riskier?, *European Financial Management*, 12 (4), pp. 499-533.
- Rajan R. (2010), *Fault lines: how hidden fractures still threaten the world economy*, Princeton University Press, Princeton, ed. it., *Terremoti finanziari. Come le fratture nascoste minacciano l'economia mondiale*, Einaudi, Torino, (2012).
- Rajan R. e L. Zingales (2003a), Banks and Markets: The Changing Character of European Finance, *NBER Working Paper*, No. 9595.
- Rajan R. e L. Zingales (2003b), The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century, *Journal of Financial Economics*, 69 (1), pp. 5-50.
- Rajan R. e L. Zingales (2003c), *Saving capitalism from the capitalists: unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity*, Princeton University Press, Princeton, ed. it., *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Einaudi, Torino, (2004).
- Robinson J. (1972), The Second Crisis of Economic Theory, *The American Economic Review*, May, pp. 1-14, ed. it. La seconda Crisi della Teoria Economica, in: D'Antonio M. (a curadi), *La crisi post-keynesiana*, Boringhieri, Torino, 1975.
- Romer D. (2000), Keynesian Macroeconomics without the LM Curve, *Journal of Economic Perspectives*, 14 (2), pp.149-169.
- Roubini N. e S. Mihm (2010), *Crisis economics. A crash course in the future of finance*, The Penguin Press, New York, ed. it., *La crisi non è finita*, Feltrinelli, Milano, (2010).
- Schumpeter J. A. (1912) [1934], *The theory of economic development*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, USA, ed. it., *Teoria dello sviluppo economico*, Sansoni Editore, Firenze, (1977).
- Stiglitz, J. e A. Weiss (1990), Banks as Special Accountants and Screening Devices for the Allocation of Credit, *Greek Economic Review*, 12, Supplement, pp. 85-118, rist. in Lewis M. (1995), a cura di, *Financial intermediaries*, Edward Elgar, Aldershot, pp. 297-332.
- Taleb N. (2007), *The black swan: The impact of the highly improbable*, Random House, New York, ed. it., *Il cigno nero. Come l'improbabile governa la nostra vita*, Il Saggiatore, Milano (2007).
- Taylor J.B. (2009), *Getting off track: How government actions caused, prolonged, and worsened the financial crisis*, Hoover Institution Press, Stanford University, Stanford, ed. it., *Fuori strada. Come lo Stato ha causato, prolungato e aggravato la crisi finanziaria*, IBL Libri, Torino, (2009).
- Wachtel P. (2003), How Much Do We Really Know about Growth and Finance?, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, first quarter, pp. 33-47.