



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI**  
**"MARCO FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE**  
*L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE*

Tesi di laurea  
**LA CRISI E IL RITORNO A KEYNES**  
***THE CRISIS AND THE KEYNES COMEBACK***

Relatore:  
Prof. GIANFRANCO TUSSET

Laureando:  
MASSIMILIANO SBROCCO

Anno Accademico 2017-2018



<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>4</b>
<b>PRIMO CAPITOLO - LA TEORIA GENERALE DI KEYNES .....</b>	<b>7</b>
1.1 IL DOPO KEYNES E LA SUA EREDITA' .....	8
1.2 CRITICHE MODERNE AL PENSIERO KEYNESIANO .....	18
<b>SECONDO CAPITOLO - LA CRISI FINANZIARIA .....</b>	<b>23</b>
2.1 LA CRISI FINANZIARIA 2007-2008: CENNI .....	24
2.2 SOLUZIONI PER LA CRISI: IL RITORNO IN AUGE DI KEYNES .....	28
<b>TERZO CAPITOLO - IL MONDO DOPO LA CRISI .....</b>	<b>35</b>
3.1 IL MONDO DIECI ANNI DOPO: COSA ABBIAMO IMPARATO? .....	36
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>45</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>48</b>
<b>SITOGRAFIA.....</b>	<b>49</b>

# Introduzione

Il presente lavoro di tesi ha l'obiettivo di ripercorrere i momenti più rilevanti della crisi finanziaria del 2008 – che, partita dagli Stati Uniti d'America, ha contagiato gran parte del mondo – e analizzare le principali soluzioni utilizzate dalle istituzioni governative statunitensi, per scongiurare lo spettro di una nuova Grande Depressione. A tal proposito, si cercherà di capire come, principi di politica economica, risalenti a una teoria elaborata dall'economista inglese John Maynard Keynes più di settant'anni prima, siano tornati in auge per tentare di salvare il mondo moderno dal collasso finanziario. Infine, sarà tracciato un panorama del mondo economico odierno, a dieci anni di distanza.

Il primo capitolo descriverà gli aspetti principali della Teoria Generale di Keynes, in contrasto con la teoria economica neoclassica, allora vigente. Si prenderà in considerazione, inoltre, l'eredità intellettuale ed economica di Lord Keynes, il cui avvento ha avuto un impatto sicuramente decisivo sul panorama macroeconomico globale, tanto da influenzare il pensiero economico e il comportamento dei policy makers del mondo moderno, fino agli anni settanta. In particolare, il lascito di Keynes è stato accolto con maggior fervore nei paesi di matrice anglosassone, Gran Bretagna in primis. Tuttavia ci furono, inevitabilmente, anche parecchie opinioni contrarie. Oltre a considerare le varie critiche al keynesismo, provenienti da diverse scuole di pensiero – da quella ortodossa a quella monetarista, più moderna – sarà descritto quel processo di sintesi neoclassica che caratterizzerà gli anni cinquanta e sessanta, con una breve esposizione del modello che ha dato inizio all'evoluzione di tale corrente di pensiero: il modello IS-LM.

Il secondo capitolo si aprirà con l'esposizione dei fatti principali che hanno condotto al collasso finanziario degli anni 2007-2008, con un particolare focus sugli Stati Uniti, epicentro del fenomeno che poi si è diffuso anche al di fuori. Si cercherà di analizzare come il caos presente nel mercato americano dei mutui ipotecari, si sia trasferito in quello finanziario, creando conseguenze devastanti per l'intero sistema globale.

La seconda parte del capitolo verterà sulle eccezionali misure dispiegate dal governo americano – sia nell'immediato, che nel lungo periodo – per evitare il peggio e far ripartire il paese e, per certi versi, il mondo intero. In questo clima rovente, ci sarà un ritorno in auge delle idee di politica economica proposte da Keynes, per molti economisti liberali l'unica vera soluzione per uscire dal baratro.

L'ultimo capitolo, esaminerà l'eredità che la crisi ci ha lasciato e sarà descritta la realtà odierna, a dieci anni di distanza. L'analisi si concentrerà sulla ripresa della società, uscita

malconcia e diffidente dal crollo; sulle misure messe in atto a livello internazionale e nazionale – in America specialmente – per regolamentare il sistema bancario e fare in modo che il passato non torni più a farci visita; e sulla necessità di una nuova visione del mondo per il futuro, a causa di problemi – sociali e ambientali - che non possiamo più ignorare. Ancora, saranno descritti i cambiamenti che caratterizzano il mercato oggi, così come gli investimenti. Infine, saranno illustrati gli insegnamenti più importanti che la crisi ha lasciato in eredità ai policy makers.

# Primo Capitolo

*La Teoria Generale di Keynes*

## 1.1 IL DOPO KEYNES E LA SUA EREDITA'

“Ho intitolato questo libro *Teoria Generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta*, insistendo sull’aggettivo generale”.<sup>1</sup>

Nel Febbraio del 1936 fu pubblicata a Londra un’opera che diventerà una pietra miliare del secolo Novecento. Il titolo è “*Teoria Generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta*”.<sup>2</sup> L’artefice è l’economista inglese John Maynard Keynes (1883-1946).

Con la sua opera Keynes era deciso a insidiare il pensiero economico di allora, a confutare la tradizione neoclassica<sup>3</sup> su cui lui stesso si era formato; egli era pronto a sfidare, in tono decisamente polemico, lo *status quo* del suo tempo.

L’importanza che lo stesso economista inglese pone all’aggettivo *generale*, è proprio perché è convinto che la sua teoria riesca a spiegare situazioni di disoccupazione; mentre la teoria ortodossa sia solo un caso particolare e poco realistico del proprio modello.

Proponendo una teoria economica innovativa, unita a un progetto di riforma sociale del capitalismo, Keynes cambiò il modo di considerare l’economia e il ruolo dello Stato nella società, da parte degli economisti e dell’opinione pubblica stessa.

La teoria di Keynes nasce per trovare risposte concrete e immediate<sup>4</sup> alle cause della forte Depressione economica - in seguito al crollo di Wall Street nell’ottobre del 1929 - in un’epoca caratterizzata da regimi totalitari. Per assorbire la disoccupazione di massa degli anni, proponeva di trovare soluzioni alternative a quelle sperimentate, con successo nella Russia bolscevica e nella Germania nazista; pur tutelando, a differenza di tali regimi, le libertà politiche e civili.<sup>5</sup>

Il cuore della *Teoria Generale* è il concetto di equilibrio di sottoccupazione.<sup>6</sup> Keynes, per primo, adotta un punto di vista rivoluzionario, considerando la disoccupazione come lo stato normale dell’economia.

---

<sup>1</sup> J. M. Keynes, “*Teoria Generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta*”, UTET, Torino 2018, p.187.

<sup>2</sup> J. M. Keynes, “*The General Theory of employment, interest and money*”, Macmillan, London 1936.

<sup>3</sup> Il modello di riferimento della tradizione ortodossa era quello di “*equilibrio generale*” elaborato dal francese Léon Walras (1834-1910). Tale modello era sostanzialmente l’opposto di quello keynesiano. R. Romani, “*L’economia politica dopo Keynes*”, Carocci, Roma 2010, p.27.

<sup>4</sup> Il modello keynesiano è di breve periodo. Keynes era convinto che “*nel lungo periodo saremo tutti morti*”. Ivi, p.29.

<sup>5</sup> Ivi, p.25.

<sup>6</sup> Situazione in cui i risparmi eguagliano gli investimenti, ma non tutta la forza lavoro esistente è impiegata. In questo frangente, gli imprenditori non hanno incentivo a variare il numero degli occupati. Ivi, p.32.



Egli ritiene che:

*“La teoria classica è applicabile soltanto al caso di occupazione piena, è errato applicarla ai problemi di disoccupazione involontaria”.*<sup>7</sup>

Keynes critica aspramente il punto di vista ortodosso. Lui era convinto che la teoria economica in vigore all'epoca non spiegasse i fatti osservabili nella realtà: non si riesce a spiegare la cronica persistenza della disoccupazione di massa. Per Keynes la teoria neoclassica dell'occupazione si rifaceva alla “*Legge di Say*”, per cui l'offerta di beni crea la domanda.<sup>8</sup> Sostanzialmente nella teoria neoclassica, per Keynes, una maggior produzione aumenta l'offerta di beni e pure crea anche la domanda di beni addizionali. Tuttavia, contrariamente a questa legge formulata nel 1803, l'economista inglese è convinto che la causa della sottoccupazione sia la domanda insufficiente.<sup>9</sup>

Keynes contesta anche la teoria quantitativa della moneta ortodossa e l'assunto per cui la moneta è neutrale.<sup>10</sup> Nella *Teoria Generale* la moneta non è neutrale perché il tasso d'interesse si determina sul mercato della moneta – natura monetaria del saggio d'interesse - e non su quello dei capitali. Keynes assumeva l'esistenza di una domanda di moneta in quanto tale, per cui la “*preferenza per la liquidità*” keynesiana - la quale cresce proporzionalmente all'aumentare dell'ammontare di moneta - determina la quantità di moneta che gli individui decidono di tenere, per ogni livello del tasso d'interesse. Si deteneva moneta o per motivo speculativo o transazionale o precauzionale.<sup>11</sup>

Vi sono differenze fondamentali di base anche sulla visione del futuro: incerto per Keynes da un lato e definibile e calcolabile per i neoclassici.<sup>12</sup> “*L'homo oeconomicus*” onnisciente della tradizione classica non trova spazio nella “*rivoluzione keynesiana*” a causa dell'introduzione delle aspettative e dell'incertezza. Qui non c'è la “*mano invisibile*” smithiana.

La proposta di politica economica era di per sé piuttosto semplice: un piano coordinato di espansione monetaria e fiscale, quest'ultima il vero strumento per i policy makers. La politica monetaria era uno strumento inefficace, in alcuni casi particolari. Il primo caso è quello della

---

<sup>7</sup> J. M. Keynes, “*Teoria Generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*”, UTET, Torino 2018, p.200.

<sup>8</sup> R. Romani, “*L'economia politica dopo Keynes*”, Carocci, Roma 2010, p.26.

<sup>9</sup> La domanda di beni non è sempre uguale all'offerta, perciò può esserci disoccupazione involontaria. Ivi, p.27.

<sup>10</sup> La moneta non influenza variabili reali, come occupazione e produzione. Ivi, p.40.

<sup>11</sup> Ivi, p.31.

<sup>12</sup> Ivi, p.42.

*trappola della liquidità*;<sup>13</sup> il secondo si verifica in presenza di aspettative pessimistiche degli imprenditori.<sup>14</sup>

Nelle economie industrializzate, per Keynes, vi era una patologica insufficienza d'investimenti privati rispetto al volume di forza lavoro disponibile: la spesa pubblica in deficit (*deficit spending*)<sup>15</sup> doveva affiancare il mercato, non escluderlo. Il libero mercato è la miglior tutela della libertà, ciononostante tale sistema non può autonomamente generare piena occupazione delle risorse, efficienza e il benessere collettivo.

La disoccupazione era inevitabilmente collegata all'individualismo capitalista, perciò l'intervento dello Stato doveva essere ampio e permanente.

L'auspicio era che l'abbondanza di capitali pubblici e un saggio d'interesse costantemente basso, riducessero drasticamente la ricchezza e il potere del capitalista privo di funzioni reali. Keynes parla di "*eutanasia del rentier*".<sup>16</sup> Egli sosteneva che il risparmio, fattore chiave per la crescita secondo i neoclassici, ostacolava l'assorbimento della disoccupazione; il motore dello sviluppo era costituito da consumi ed investimenti.<sup>17</sup>

In un primo momento *La Teoria generale* fu oggetto di forti critiche provenienti per lo più dalla scuola neoclassica, Arthur Pigou (1877-1959) e Joseph Schumpeter (1883-1950) su tutti.<sup>18</sup> I due grandi sostenitori della matrice ortodossa criticarono la pretesa di Keynes di aver formulato una teoria "più generale" di quella neoclassica. Secondo loro, Keynes aveva solamente introdotto rigidità, dei prezzi e dei salari, all'interno del modello tradizionale di equilibrio, ed esattamente queste limitazioni creavano disoccupazione. Schumpeter definì quella di Keynes come una "*economics of depression*",<sup>19</sup> adatta solamente a spiegare determinate fasi storiche eccezionali, come la Grande Depressione. La teoria keynesiana, che trattava il "disequilibrio" e non l'equilibrio, poteva al più essere intesa come un completamento della teoria allora vigente, e mai poteva ambire a sostituirla.

---

<sup>13</sup> Quando il tasso d'interesse è particolarmente basso, tendente allo zero, si è soliti dire che l'economia cade in una trappola della liquidità. Gli operatori sanno che in futuro il rendimento di titoli e prestiti salirà per forza. Espansioni monetarie non riescono ad aumentare la produzione, ogni unità addizionale di moneta offerta sarà tenuta in forma liquida. R. Romani, "*L'economia politica dopo Keynes*", Carocci, Roma 2010, p.62.

<sup>14</sup> Ivi, p.38.

<sup>15</sup> Lo stato spende più di quanto raccoglie attraverso le tasse, creando così un deficit di bilancio. Ibid.

<sup>16</sup> J. M. Keynes, "*Teoria Generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*", UTET, Torino 2018, Prefazione.

<sup>17</sup> R. Romani, "*L'economia politica dopo Keynes*", Carocci, Roma 2010, p.39.

<sup>18</sup> Ivi, p.53.

<sup>19</sup> Ibid.

A sostegno del fatto che sono le rigidità introdotte nel sistema economico a provocare la disoccupazione, vi è il concetto di “effetto ricchezza” (*real balance effect*) anche conosciuto come *effetto Pigou*.<sup>20</sup> Si affermava che la disoccupazione implica una diminuzione della domanda, perciò i prezzi dei beni e i salari monetari diminuiscono<sup>21</sup>. Ciò implica che il valore reale dei patrimoni cresce; in finale, quindi, i loro detentori reagiranno all’aumento della propria ricchezza aumentando i consumi.<sup>22</sup>

L’effetto Pigou, di fatto, attribuisce nuova legittimazione teorica alla deflazione come tradizionale ricetta neoclassica per risollevare le economie. È importante osservare però che, nel tentativo di esporre le lacune keynesiane, l’effetto ricchezza nega la neutralità della moneta – caposaldo neoclassico – poiché dimostra come una variazione del livello dei prezzi abbia effetti sull’economia reale - sui consumi appunto.

Anche la politica economica keynesiana non fu esente da critiche. L’esclusiva attenzione al breve periodo non si curava degli effetti inflazionistici delle misure da Keynes proposte. Eccessive espansioni monetarie e inflazione avrebbero provocato una cronica pressione verso l’alto dei salari monetari (spirale prezzi – salari).<sup>23</sup> Anche gli austriaci, Friedrich Hayek (1899-1992) in testa, rilevarono gli effetti negativi di un eccesso d’immissione di moneta nel sistema da parte delle banche. Ciò era la causa principale di fluttuazioni cicliche. Durante le fasi espansive, i beni capitali erano prodotti maggiormente rispetto ai beni di consumo; solo dopo un periodo di crisi, i due diversi livelli di produzione si riequilibrano.<sup>24</sup>

Di fatto, la *Teoria generale* fu accolta più facilmente e con gran fervore nei paesi di matrice anglosassone - in primis a Cambridge, in Gran Bretagna e a seguire ad Harvard, negli Stati Uniti - specialmente da giovani studiosi e dagli economisti figli della tradizione marshalliana.<sup>25</sup>

Un allievo di Keynes a Cambridge, Austin Robinson (1897-1994), ricorda così le sue lezioni:

---

<sup>20</sup> Prende il nome dal suo principale sostenitore. Questo effetto, tuttavia, fu segnalato da Gottfried Haberler nel 1937, da Tibor Scitovsky nel 1941 e dallo stesso Pigou nel corso degli anni quaranta.

R. Romani, “*L’economia politica dopo Keynes*”, Carocci, Roma 2010, p.53.

<sup>21</sup> I salari monetari diminuiscono solo se flessibili. L’effetto Pigou non si manifesta altrimenti (salari monetari rigidi). Ivi, p.54.

<sup>22</sup> Un aumento di ricchezza fa aumentare i consumi. Secondo alcuni economisti subentra una “*feel good relationship*”, per cui la consapevolezza di essere più ricchi, fa impiegare una porzione maggiore di reddito corrente in consumi. Ibid.

<sup>23</sup> Ivi, p.55.

<sup>24</sup> Ibid.

<sup>25</sup> Ivi, p.56.

*“Abbiamo imparato l’economia [...] al seguito di Pigou, di Dennis Robertson e di altri che erano davvero insegnanti di prima qualità. Ma da Keynes abbiamo imparato qualcosa di ben diverso, che noi dovevamo pensare al mondo, che dovevamo preoccuparci del mondo [...] che se non avessimo pensato al mondo, nessun altro l’avrebbe fatto”.*<sup>26</sup>

Secondo Seymour Harris (1897-1975), il grande contributo di Keynes era stato:

*“L’adattamento della scienza economica alla mutata struttura istituzionale della società moderna: il capitalismo non poteva più essere quello ottocentesco del laissez-faire. Ma la maggior presenza dello stato non avrebbe limitato l’iniziativa privata, anzi l’avrebbe stimolata”.*<sup>27</sup>

Tuttavia, diversi punti dell’analisi di Keynes non erano così rivoluzionari, ma rappresentavano in qualche modo un aggiustamento del modello ortodosso; l’opera di keynesiana era statica, un libro per certi versi oscuro e gratuitamente polemico. Perciò essa andava integrata nel modello precedente, come un caso particolare.<sup>28</sup>

Per quanto concerne la teoria economica, dopo l’avvento di Keynes e fino agli inizi degli anni settanta, quello che la maggior parte degli economisti ha cercato di fare, fondamentalmente, è stato rileggere e interpretare il pensiero dell’economista britannico a fronte della teoria neoclassica. Specialmente si cercò, a più riprese, di integrare le due correnti di pensiero: keynesiano da un lato e neoclassico dall’altro.

Con John Hicks (1904-1989) prima e Franco Modigliani (1918-2003) poi, iniziò quel processo che culminò con la “sintesi neoclassica”<sup>29</sup> degli anni cinquanta e sessanta.

L’obiettivo di Hicks era riformulare il neoclassicismo, accogliendo il punto di vista keynesiano, per cui la domanda di moneta dipende anche dal saggio d’interesse. Egli, dunque, elaborò un modello di breve periodo, sintesi tra i due: il modello *IS-LM*

Hicks integra i due modelli nel modo seguente:

$$L = L(Y, i) \quad I = I(Y, i) \quad I = S(Y, i) \quad \text{MODELLO IS-LM}^{30}$$

---

<sup>26</sup> Cit. in D. E. Moggridge, Guida a Keynes, Rizzoli, Milano 1978, p.185.

<sup>27</sup> Cit. in R. Romani, L’economia politica dopo Keynes, Carocci, Roma 2010, p.57.

<sup>28</sup> Ivi, p.58.

<sup>29</sup> Concetto introdotto da Paul Samuelson (1915-2009). Ivi, p.73.

<sup>30</sup> Ivi, p.60.

Da un punto di vista grafico, la prima equazione fa riferimento alla curva *LM* (*Liquidity-Money*), curva dell'equilibrio monetario, con inclinazione positiva. Le altre due equazioni, unitamente, definiscono la curva *IS* (*Investment-Saving*), curva dell'equilibrio reale, cioè beni e servizi. Tale curva ha inclinazione negativa.<sup>31</sup>

Con tale modello si sarebbe dovuta cogliere con immediatezza la differenza fra i neoclassici e Keynes relativamente la teoria monetaria. Il modello, infatti, descrive due casi limite opposti.<sup>32</sup>

Il primo è quello della *trappola della liquidità*. In situazioni di recessione, la politica monetaria espansiva non influenza il tasso d'interesse, perciò non ha effetti sulle variabili reali. Graficamente, la curva *IS* interseca la *LM* nel tratto iniziale (orizzontale) di quest'ultima.

Il secondo caso limite accade quando la curva *IS* interseca la curva *LM* nel tratto finale (verticale) di quest'ultima. In questo frangente la domanda di moneta non è influenzata dal saggio d'interesse; in altre parole, è valida la teoria quantitativa neoclassica. Un'espansione monetaria (spostamento verso destra della curva *LM*), invece, ha un effetto massimo sul reddito.

Il modello hicksiano non fu privo di critiche e autocritiche.<sup>33</sup> Lo stesso fautore, insoddisfatto, realizzò che il modello era privo di una rilevante dimensione temporale: le due curve hanno riferimenti diversi. Ciò perché il mercato monetario è in equilibrio in un punto nel tempo, mentre l'equilibrio nel mercato reale dei beni si misura in un intervallo.<sup>34</sup> L'aspetto interessante è che Hicks non considera le aspettative nel proprio modello, le stesse che aveva definito, qualche anno prima, come l'elemento davvero rivoluzionario introdotto da Keynes. Mancando le aspettative e dunque l'incertezza, ecco che il modello prescinde da una dimensione temporale effettiva.

Con lo stesso fine di Hicks, adottando il modello *IS – LM*, Modigliani, cerca di derivare l'equilibrio di sottoccupazione dai salari monetari rigidi, che per lui sono la norma, nelle economie contemporanee.<sup>35</sup>

---

<sup>31</sup> R. Romani, “*L’economia politica dopo Keynes*”, Carocci, Roma 2010, p.61.

<sup>32</sup> Ivi, pp.61-2.

<sup>33</sup> Ivi, p.63.

<sup>34</sup> Le quantità di moneta (offerte e domandate) sono una grandezza stock: misurabile in un istante temporale. Risparmio e investimento sono grandezze flusso: riferite a un intervallo di tempo, spiegano le variazioni di una grandezza stock. Ibid.

<sup>35</sup> Il primo modello del 1944 sarà aggiornato in seguito, nel 1963, da Modigliani stesso. Ivi, p.97.

Secondo l'economista italiano, la domanda di moneta è formata da due parti: una transazionale, che dipende dal reddito; e una speculativa, che dipende dal tasso d'interesse.<sup>36</sup> La *preferenza per la liquidità* ha un ruolo diverso a seconda che i salari siano rigidi o flessibili. In quest'ultimo caso, se il saggio d'interesse cala, con esso scendono anche i salari ed i prezzi, finché la maggior domanda di moneta liquida viene soddisfatta. Le variabili reali non risentono della diminuzione di efficienza marginale. Nel caso di salari monetari rigidi, come postulato da Keynes, la riduzione del reddito monetario provoca una contrazione. Si genera un nuovo equilibrio, in cui sia il reddito monetario che quello reale sono inferiori, l'occupazione minore e i salari aumentati, poiché i prezzi sono cresciuti.

Modigliani considera la *trappola della liquidità* come un "caso keynesiano" in cui si determina un equilibrio di disoccupazione anche alla presenza di cambi flessibili. La trappola scatta quando la riduzione di prezzi e salari non abbassa anche il saggio d'interesse, è talmente basso che può solo salire. La diminuzione dei salari non aumenta l'occupazione, poiché tutta la moneta potenzialmente disponibile è tenuta in forma liquida e non usata per investimenti.<sup>37</sup>

Di contro il "caso classico" è opposto: il tasso d'interesse è così alto da eguagliare la domanda di moneta uguale a zero. Gli agenti non hanno una preferenza per la liquidità.

Secondo Modigliani, gli investimenti pubblici sono necessari solo nel raro caso della trappola della liquidità. In condizioni "normali", intermedie tra il "caso classico" e quello "keynesiano", un basso livello d'investimenti e un conseguente basso livello dell'occupazione sono il risultato di un'incongruenza fra la quantità di moneta e il saggio di salario.<sup>38</sup>

Un altro modello di origine keynesiana, basato sull'IS – LM, è quello della domanda e offerta aggregate, elaborato da Paul Samuelson.<sup>39</sup> Nel 1948 uscì la prima edizione di *Economia*, manuale di stampo macroeconomico, di assoluto successo, cui seguiranno numerose edizioni, per oltre quarant'anni. Per Samuelson il tema fondamentale della scienza economica moderna è la disoccupazione causata dall'eccesso di capacità produttiva. Proprio come il "maestro" negli anni trenta, l'economista americano lega la salute politica di una democrazia al mantenimento della piena occupazione. Il governo ha un ruolo chiave nelle economie moderne, afflitte da una propensione al risparmio troppo elevata, che genera crisi di

---

<sup>36</sup> R. Romani, "L'economia politica dopo Keynes", Carocci, Roma 2010, p.64.

<sup>37</sup> Ivi, p.66.

<sup>38</sup> Ibid.

<sup>39</sup> Modello che compare dalla dodicesima edizione (1985) di "Economia". Il modello permette di confrontare l'inflazione con le variazioni dell'offerta. È stato ampiamente usato per spiegare la stagflazione – riduzione dell'output associata a un aumento del livello dei prezzi - degli anni settanta. Ivi, p.69.

disoccupazione.<sup>40</sup> Tuttavia, nel cammino volto alla piena occupazione si riscontra un problema rilevante. Interventi espansivi per merito dello Stato, invece di avere effetti positivi sull'economia reale, si esauriscono, di fatto, in un aumento dei prezzi. Lo stesso Samuelson si chiese se fosse possibile che gli agenti economici imparassero ad agire in modo da evitare l'inflazione ogniqualvolta la spesa, pubblica o privata, porta il sistema vicino alla piena occupazione.<sup>41</sup>

Nel decennio tra gli anni cinquanta e sessanta, si concretizzò quel processo d'integrazione neoclassica che aveva visto gli albori con Hicks e Modigliani.

Economisti come Simon Kuznets (1901-1985), Modigliani e Richard Brumberg (1925-1955) hanno rivisto il punto di vista keynesiano riguardo alla funzione di consumo. Per Keynes, la funzione di consumo segue una regola piuttosto semplice: all'aumentare del reddito, il consumo aumenta, meno che proporzionalmente. Tale relazione era stabile. Il russo Kuznets dimostrò come il risparmio complessivo sia, effettivamente, una frazione approssimativamente costante del reddito (e non crescente).<sup>42</sup>

Invece, Modigliani e Brumberg elaborarono la teoria del ciclo vitale (*life cycle theory*), alla cui base vi era l'intuizione di un economista americano, James Duesenberry (1918-2009), per cui non c'è una relazione diretta tra consumo corrente e reddito corrente. Gli individui sono previdenti: quando consumano, considerano, oltre il periodo corrente, anche i momenti futuri. In altre parole, i consumi presenti sono determinati dal reddito atteso nel corso di tutta la vita: distribuzione del reddito addizionale presente fra i periodi successivi.<sup>43</sup>

Secondo Modigliani e Brumberg, essere ricchi o poveri non ha effetti sulla propensione a consumare. Ciò significa che la quota di reddito risparmiata non aumenta al crescere di questo, ma è indipendente dal livello del reddito. Gli ideatori della teoria del ciclo vitale, ritengono di aver semplicemente collegato la funzione keynesiana del consumo alla teoria neoclassica, sostituendo a “leggi psicologiche” la previdenza degli agenti. L'importante implicazione di politica economica è che le misure di redistribuzione del reddito appoggiate da Keynes, a favore dei meno abbienti, non sono efficaci.<sup>44</sup>

Un secondo aspetto che è stato rielaborato è quello della funzione di domanda – sia quella transazionale sia quella speculativa. La prima è stata rivista dagli americani William Baumol

---

<sup>40</sup> R. Romani, “*L'economia politica dopo Keynes*”, Carocci, Roma 2010, p.70.

<sup>41</sup> Ibid.

<sup>42</sup> Ivi, p.73.

<sup>43</sup> Ivi, pp.74-5.

<sup>44</sup> Ivi, pp.75-6.

(1922-2017) e James Tobin (1918-2002).<sup>45</sup> Il loro approccio evidenziava che il disinvestimento ha un costo.<sup>46</sup> La domanda di moneta non è indipendente dal saggio d'interesse, come ritenevano i keynesiani, bensì inversamente proporzionale.

Lo stesso Tobin ha rivisto la domanda speculativa. A suo parere, Keynes aveva ipotizzato che gli agenti avessero aspettative “anelastiche” relativamente ai tassi d'interesse futuri. Secondo l'economista americano, invece, valeva l'opposto (aspettative elastiche). In altre parole, gli agenti non hanno la certezza che il saggio d'interesse si muoverà in una direzione o in un'altra. Tobin così, nel tentativo di riformulare l'analisi keynesiana, sostiene che la diversificazione dei portafogli spiega il motivo speculativo. Gli agenti, di fatto, decidono la composizione ottimale del proprio portafoglio, scegliendo tra vari strumenti che hanno diversi livelli di liquidità e redditività, in conformità a due elementi principali: le aspettative sul saggio d'interesse e la propria inclinazione al rischio.<sup>47</sup> Con il suo modello, Tobin riesce effettivamente a dimostrare che la preferenza per la liquidità di Keynes è razionale: si detiene, in parte, moneta liquida per paura di perdere altre forme di ricchezza.

Anche la funzione dell'investimento è stata rivisitata, principalmente da Harrod e Samuelson.<sup>48</sup> Questi puntarono ad integrare al moltiplicatore degli investimenti keynesiano il principio di accelerazione,<sup>49</sup> per cui il livello d'investimento in un certo periodo è proporzionale alla variazione dell'output nello stesso lasso di tempo. I due economisti considerarono, dunque gli effetti della spesa pubblica in deficit (*deficit spending*) non solo sul consumo, ma anche sugli investimenti privati. Un maggior consumo in un dato periodo implica un maggior investimento nel periodo successivo. Tuttavia, se da un lato l'interagire di moltiplicatore e acceleratore rafforza gli effetti della spesa pubblica, dall'altro rende anche l'economia molto instabile: il principio di accelerazione fa emergere fluttuazioni cicliche.

A prescindere dalle fazioni e posizioni che inevitabilmente si formarono - pro-contro Keynes - era chiaro che, specialmente dopo la Seconda Guerra Mondiale, un nuovo mondo andava nascendo. Era un mondo caratterizzato da nuovi equilibri politici, (gli Stati Uniti diventarono, di fatto, il paese leader a livello mondiale); da un clima post-bellico incentrato su

---

<sup>45</sup> R. Romani, “*L'economia politica dopo Keynes*”, Carocci, Roma 2010, pp.76-8.

<sup>46</sup> Spese di mediazione (*broker's fees*) per convertire strumenti finanziari in moneta.

<sup>47</sup> Tobin distingue tra agenti amanti del rischio e agenti avversi al rischio.

<sup>48</sup> R. Romani, “*L'economia politica dopo Keynes*”, Carocci, Roma 2010, pp.78-9.

<sup>49</sup> Principio che è stato formulato per la prima volta nel 1917 dall'americano John Maurice Clark (1884-1963).

Tale principio si basa sull'ipotesi di un rapporto costante tra volume di capitale e volume di produzione, rapporto al quale gli imprenditori massimizzano il profitto. Ibid.



politiche sociali (New Deal in America e Welfare State<sup>50</sup> in Gran Bretagna), di fatto la piena occupazione tornò a essere l'obiettivo cardine dei governi dei maggiori paesi occidentali. Infine un altro tema centrale fu quello della cooperazione internazionale: abbandono definitivo del gold standard, a vantaggio degli accordi monetari di Bretton Woods<sup>51</sup>.

La *Teoria Generale* e le sue implicazioni pratiche saranno un riferimento importante e condizioneranno il pensiero di economisti e il lavoro dei policy makers per tutto il secolo Novecento. Ciò accadde specialmente nel periodo 1945-1970, in particolare in Gran Bretagna e Stati Uniti.

Nel primo caso, la politica economica fu caratterizzata da un intervento diretto dello Stato e da misure di chiaro stampo keynesiano, volte a controllare il livello della domanda e quindi stabilizzare l'economia. Furono anni di bassa disoccupazione – in media inferiore al 2% annuo, fra gli anni cinquanta e sessanta – di sostanziale controllo dell'inflazione e senza recessioni di grande rilievo. Tuttavia la Gran Bretagna cresceva meno rispetto agli altri paesi europei. Lo sviluppo del paese, nei trent'anni post guerra fu, di fatto, del tipo “*stop and go*”: a brevi periodi di espansione, seguivano misure monetarie restrittive, necessarie a mantenere la bilancia dei pagamenti in equilibrio. Tali misure però bloccavano la crescita del paese. Di fatto, l'equilibrio della bilancia dei pagamenti fu, in Gran Bretagna, lo scopo primario della politica monetaria.

Negli Stati Uniti, ci fu l'alternanza tra amministrazioni democratiche - la cui preoccupazione maggiore era la disoccupazione – e amministrazioni repubblicane, concentrate maggiormente sul controllo dell'inflazione. Il Presidente democratico Harry Truman (1884-1972) promulgò nel 1946 l'*Employment Act*, il cui obiettivo primario era promuovere la massima occupazione, produzione e il massimo potere d'acquisto. Tuttavia, il timore per l'inflazione caratterizzò il decennio degli anni 50', poiché questa fu moderata, ma persistente nell'economia americana.

Il PIL crebbe poco più del 3% l'anno e la disoccupazione media si aggirava attorno al 4,5%. Complice anche l'insoddisfazione dell'opinione pubblica per la situazione del paese, il

---

<sup>50</sup> Elaborato da William Beveridge, che con “*La piena occupazione in una società libera*” (1944) divenne il maggior divulgatore di Keynes. R. Romani, “*L'economia politica dopo Keynes*”, Carocci, Roma 2010, p.48.

<sup>51</sup> Bretton Woods (1944-1971). Accordi che nacquero dalla volontà di promuovere il commercio internazionale, evitando le difficoltà del gold standard. Si optò per un sistema di cambi fissi tra le monete. Venne fissata la parità con il dollaro, moneta di riferimento internazionale. Il dollaro era convertibile in oro ad un prezzo stabilito, la convertibilità delle altre monete in dollari era limitata alle transazioni in conto corrente perché quelle in conto capitale erano causa di instabilità. Ivi, p.50.

decennio successivo vide un generale successo delle amministrazioni democratiche che stimolarono l'economia.

I vari neokeynesiani Samuelson, Tobin e Walter Heller (1915-1987) portarono a Washington "lo spirito della sintesi neoclassica". La concezione di politica economica era quella della finanza funzionale<sup>52</sup> e della gestione della domanda<sup>53</sup> (*demand management*).

L'obiettivo non era solo il pieno impiego. Nel primo rapporto<sup>54</sup> al presidente John Fitzgerald Kennedy (1917-1963) i consiglieri economici indicavano gli obiettivi chiave:

*1. il conseguimento del pieno impiego e di una prolungata prosperità senza inflazione, 2. l'accelerazione della crescita, 3. l'estensione dell'uguaglianza delle opportunità e 4. il ripristino dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti.*<sup>55</sup>

Secondo gli esponenti della *new economics* degli anni sessanta, le economie capitalistiche erano strutturalmente instabili, necessitavano, quindi, dell'intervento pubblico. Gli economisti erano convinti di poter guidare la politica economica, fornendo a chi governava opportuni strumenti per conseguire ambiziosi traguardi. L'intento era di tenere sotto controllo il ciclo economico, perciò porre fine alla successione di fasi espansive e recessive e condurre l'economia statunitense lungo un sentiero di crescita ininterrotta e di pieno impiego. Come scrisse Heller, era iniziata "l'età dell'economista".<sup>56</sup>

## 1.2 CRITICHE MODERNE AL PENSIERO KEYNESIANO

La crisi degli anni settanta ridimensionò le ambizioni della *new economics*. La sostanziale sconfitta degli economisti neokeynesiani e kennediani rappresentò un punto di svolta nei paesi industrializzati. Di fatto, s'interruppe quel tentativo di riforma, verso un capitalismo maggiormente egualitario, verso un "capitalismo sociale", iniziato negli anni trenta. Contro le

---

<sup>52</sup> Concetto introdotto nel 1944 da Abba Lerner (1903-1982) per cui le entrate e le spese statali non devono essere determinate in funzione esclusiva dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti. La finanza funzionale contraddiceva il "pilastro" del pareggio di bilancio, legittimando, quindi, il *deficit spending* keynesiano.

R. Romani, "L'economia politica dopo Keynes", Carocci, Roma 2010, p.99.

<sup>53</sup> Provvedimenti fiscali che mirano a influenzare la spesa pubblica.

<sup>54</sup> *Annual Report of the Council of Economic Advisors*. Gennaio 1962.

<sup>55</sup> Cit. in R. Romani, "L'economia politica dopo Keynes", Carocci, Roma 2010, p.119

<sup>56</sup> Ibid.

teorie e le politiche della sintesi neoclassica si diffuse così “un’ondata monetarista”<sup>57</sup> spinta specialmente dalla *Scuola di Chicago*. Il maggior esponente di questa corrente di pensiero era il Premio Nobel per l’economia 1976, Milton Friedman (1912–2006), che ricopriva le vesti di “contro-rivoluzionario” il cui compito era rimediare ai guasti della “rivoluzione keynesiana”.

Friedman difende la libertà individuale come valore fondamentale. Lo Stato doveva intervenire il meno possibile; finché questo interferisce nella vita economica, la libertà politica non si può realizzare. Gli obiettivi chiave erano l’estensione dell’economia di mercato - veicolo di varietà e meritocrazia - e una maggior libertà d’azione ai privati.<sup>58</sup>

Egli riteneva che:

*“La new economics degli anni sessanta aveva fatto credere ai politici di possedere la bacchetta magica”*.<sup>59</sup> In particolare disse:

*“Credo che gli economisti negli anni recenti abbiano arrecato gravi danni – alla società in generale e alle discipline economiche in particolare – pretendendo risultati superiori alle loro possibilità”*.<sup>60</sup>

Il contrasto tra l’economista americano e i neokeynesiani era netto. I monetaristi rigettavano la politica fiscale come efficace strumento di politica economica: gli effetti di misure fiscali potevano essere accertati solo empiricamente ed erano comunque ridotti. Dal canto loro, i neoclassici non negavano che una variazione monetaria influenzasse variabili reali, come produzione e reddito. Questa divergenza nasce da una diversa visione dell’economia reale: i keynesiani la considerano instabile di per sé e la politica monetaria non poteva rimediare a tale instabilità sostanziale; per la corrente monetarista, invece, l’economia reale era stabile, ma poteva essere squilibrata da misure monetarie.<sup>61</sup>

Concretamente, Friedman raccomandava una crescita monetaria costante e fissa, che mantenga pressoché stabili i prezzi. Nello specifico, con una crescita annuale media del PIL americano del 3% egli raccomanda un’espansione monetaria compresa fra il 3-5%.<sup>62</sup>

---

<sup>57</sup> Monetarismo è un termine coniato da Karl Brunner (1916-1989) nel 1968, per indicare una teoria e visione del sistema economico opposte a quelle keynesiane.

R. Romani, *“L’economia politica dopo Keynes”*, Carocci, Roma 2010, p.127.

<sup>58</sup> Ivi, p.128.

<sup>59</sup> Cit. Ivi, p.149.

<sup>60</sup> Cit. Ibid.

<sup>61</sup> Ivi, p.141.

<sup>62</sup> Ivi, pp.148-9.

L'economista non è onnisciente, pertanto Friedman esorta i policy makers alla cautela, invitandoli a diffidare di politiche attivistiche, come il *fine tuning*<sup>63</sup> dei keynesiani.

Per Friedman “la moneta conta”. Egli reinterpreta la teoria quantitativa della moneta come una teoria della domanda di moneta. Considera stabile la domanda di moneta– molto più della funzione di consumo keynesiana - e la stabilità di questa implica quella della velocità di circolazione, poiché le due grandezze sono legate da un rapporto di causa-effetto. Ciò significa che l’offerta e la domanda di moneta non hanno necessariamente una relazione fra loro. Ancora, in antitesi con Keynes, il caposcuola di Chicago fa dipendere il consumo dal reddito di lungo periodo, anziché da quello corrente.<sup>64</sup>

Friedman interpretò anche la curva di Phillips e ne confutò l’ effettiva utilità. Il fine era mostrare l’insussistenza della relazione inversa tra disoccupazione e inflazione: tale nesso valeva solo nel breve periodo. Per il monetarista, al contrario dei keynesiani, è il tasso di inflazione ad influenzare il tasso di disoccupazione, non viceversa.<sup>65</sup>

La stagflazione di quel periodo rappresentò una smentita concreta alla relazione inversa che lega occupazione ed inflazione, perciò la curva di Phillips perse ogni valore. Le argomentazioni di Friedman trovarono, così, un riscontro reale.<sup>66</sup>

Le condizioni storico-politiche degli anni settanta favorirono lo sviluppo di un decennio monetarista, tra il 1975 e il 1985, e a Friedman va il merito di aver inaugurato una nuova stagione di liberismo e, specialmente, il grande merito di aver dato di nuovo credito alla moneta e alla politica monetaria, come efficace strumento per i policy makers.<sup>67</sup>

Nello stesso periodo sorge una nuova branca della scienza politica: la “*teoria delle scelte pubbliche*”,<sup>68</sup> il cui massimo rappresentante è James Buchanan (1919-2013). Anche questa scuola di pensiero critica aspramente il punto di vista keynesiano. I teorici delle scelte pubbliche mirano a una massima estensione della libertà di scelta individuale. I politici, in

---

<sup>63</sup> Il *fine tuning* rappresenta il tentativo di contrastare le oscillazioni cicliche dell’economia, attraverso interventi mirati di politica fiscale. R. Romani, “*L’economia politica dopo Keynes*”, Carocci, Roma 2010, p.148.

<sup>64</sup> Ivi, pp.132-4.

<sup>65</sup> Ivi, p.142.

<sup>66</sup> Ivi, p.143.

<sup>67</sup> Ivi, p.155.

<sup>68</sup> Teoria che consiste nell’applicazione dei principi microeconomici alla sfera politica. Ivi, p.173.

quanto tali, dovevano massimizzare il consenso elettorale; i cittadini erano gli unici in grado di valutare ciò che veramente era male o bene per loro.

Per Buchanan, il keynesismo non aveva capito la dinamica dei processi politici. Nelle democrazie contemporanee i politici tendono a spendere senza tassare, creando enormi deficit di bilancio che poi non si curano di colmare. Ricorreva una sorta di “ciclo politico”: all’inizio del mandato i governi in carica combattevano l’inflazione, aumentando i disoccupati, ma in prossimità delle elezioni facevano poi il contrario. Il *deficit spending* keynesiano aveva, dunque, legittimato un’inflazione fuori controllo e un intervento statale diffuso.

Per gli economisti della scuola delle scelte pubbliche, nelle democrazie industriali vige, di fatto, una “allocazione politica” delle risorse, che genera sprechi. L’eccessivo intervento statale crea artificialmente situazioni di scarsità, per cui particolari beni e servizi vengono pagati più del loro reale prezzo di libero mercato.<sup>69</sup>

Anche la nuova macroeconomia classica non mancò di manifestare la propria disapprovazione verso la *Teoria Generale*. L’esponente più importante di questa nuova corrente è Robert Lucas, premio Nobel nel 1995.

Per i nuovi classici, il keynesismo manca di basi teoriche rigorose, non si fonda su basi teoriche dimostrate, ma su illusioni e su vincoli istituzionali.

Gli economisti della nuova macroeconomia portano alle estreme conseguenze la posizione monetarista, riprendendo il concetto di “aspettative razionali” introdotto nel 1961 da John Muth (1935-2005). Le aspettative razionali implicano semplicemente che l’informazione disponibile sia usata in modo ottimale. Il loro principale vantaggio è che consentono di tenere conto di fatti nuovi, specie i cambiamenti di politica. Nonostante le aspettative razionali, ogni agente dispone di informazioni limitate e quindi può commettere errori. Secondo Lucas è da questi errori potenziali che il ciclo economico origina.<sup>70</sup>

Tutti i mercati sono sempre in equilibrio e la disoccupazione è volontaria – risulta da una scelta fra lavoro e tempo libero. Postulati come prezzi flessibili e aspettative razionali fanno sì che il mercato non fallisca nell’allocazione delle risorse tanto nel breve, quanto nel lungo

---

<sup>69</sup> R. Romani, “*L’economia politica dopo Keynes*”, Carocci, Roma 2010, p.174.

<sup>70</sup> Ivi, pp.186-9.

periodo. Il ciclo economico secondo Lucas non origina da fallimenti di mercato, ma dallo stesso intervento pubblico, allorché varia in modo inatteso la quantità di moneta.

Per i nuovi classici solo le politiche economiche non anticipate dagli agenti - ovvero non sistematiche ed imprevedibili - producono effetti reali. Tuttavia la non prevedibilità favorisce l'instabilità. Lucas critica duramente i modelli econometrici, sostenendo la loro inutilità, in quanto i parametri di suddetti modelli variano con il variare delle politiche, dinanzi alle quali gli agenti economici non sono passivi. Per Lucas gli unici parametri che non variano con le politiche sono le tecnologie e i gusti dei consumatori.<sup>71</sup>

---

<sup>71</sup> R. Romani, *“L'economia politica dopo Keynes”*, Carocci, Roma 2010, pp.190-2.

# Secondo Capitolo

*La Crisi Finanziaria*

## 2.1 LA CRISI FINANZIARIA 2007-2008: CENNI

*“Quando la musica si ferma ... le cose saranno complicate.*

*Ma finché la musica suona, devi alzarti e ballare.*

*Stiamo ancora ballando”.*<sup>72</sup>

Queste furono le parole di Charles Prince, l'allora CEO di Citigroup. Era l'8 luglio 2007. Quasi un mese dopo, la musica si interromperà improvvisamente, e così anche la danza.

Nell'agosto del 2007 scoppiò una grave crisi finanziaria, che passerà poi alla storia come la più grave dopo la Grande Depressione degli anni trenta. L'epicentro della crisi si trova nel mercato statunitense dei mutui ipotecari. Lo shock si trasmise poi da paese a paese attraverso i mercati finanziari. In ogni parte del mondo le banche fallirono o chiesero ingenti sostegni ai governi per sopravvivere, il sistema finanziario mondiale cadde nel baratro e l'intera economia mondiale finì in recessione.<sup>73</sup>

Un elemento cruciale che portò alla crisi fu il periodo – primo decennio del XXI secolo - caratterizzato da tassi d'interesse reali di lungo periodo bassi, continuando così una tendenza iniziata intorno al 2000, in corrispondenza dello scoppio della bolla speculativa della *new economy*. L'abbassamento dei tassi d'interesse reali, accompagnato da un crescente disavanzo USA<sup>74</sup> – che rifletteva l'aumento della domanda americana di risparmio mondiale - contribuì ad incrementare i prezzi delle case negli Stati Uniti, incoraggiando le persone a prendere a prestito, offrendo la casa come garanzia.<sup>75</sup>

A livello globale, la maggior offerta di risparmio da parte di alcuni paesi,<sup>76</sup> unita a una minor domanda d'investimenti nei paesi più poveri e in Giappone, più che compensarono gli effetti, sui mercati finanziari mondiali, del grande disavanzo in conto corrente americano. Il risultato fu un aumento dei prezzi delle case a livello globale.<sup>77</sup>

---

<sup>72</sup> *“When the music stops...things will be complicated. But as long as the music is playing, you've got to get up and dance. We are still dancing”*

Cit. in A. S. Blinder *“After the music stopped”*, Penguin Books, New York 2014, Preface.

<sup>73</sup> P. Krugman, M. Obstfeld, M. Melitz *“Economia internazionale 2”*, Pearson Italia, Milano 2015, p.405.

<sup>74</sup> L'aumento del disavanzo statunitense avrebbe dovuto causare un innalzamento dei tassi d'interesse, che avrebbe scoraggiato l'investimento ed incoraggiato il risparmio. Ivi, p.361.

<sup>75</sup> Ivi, p.359.

<sup>76</sup> Negli anni duemila l'avanzo di conto corrente crebbe in molti paesi tra cui Russia; in Asia: Cina su tutti, Giappone, Taiwan e Singapore; in Medio Oriente: Arabia Saudita; in America Latina: Brasile; e anche in certi paesi dell'Africa. Ivi, p.361.

<sup>77</sup> Ivi, p.362.



Le istituzioni erogatrici di mutui misero in atto pratiche più rischiose (per es. prestiti con anticipi minimi o nulli, o mutui con tassi “civetta”, temporaneamente più bassi di quelli di mercato). Il rischio insito in queste pratiche derivava dal fatto che, spesso, i mutuatari non avrebbero avuto i mezzi finanziari per onorare il mutuo, qualora i tassi fossero saliti. Infatti, i tassi d’interesse non potevano rimanere bassi in eterno. Da inizio 2006, si registrò un brusco rialzo, in corrispondenza di una graduale politica monetaria restrittiva introdotta dalla Federal Reserve, il cui scopo era controllare l’inflazione. Di conseguenza i debitori, che avevano preso a prestito, non riuscirono a sostenere l’onere del debito contratto. Con la crescita dei tassi d’interesse, cominciò a farsi strada l’idea che molti dei mutui *subprime*<sup>78</sup> contratti non sarebbero mai stati ripagati. Dallo stesso anno 2006 i prezzi delle case cominciarono a scendere.<sup>79</sup>

Per comprendere l’entità del fenomeno è sufficiente considerare i dati seguenti. Nel 2006 i mutui subprime ammontavano, soltanto nel mercato statunitense, a circa seicento miliardi di dollari, arrivando a coprire circa il 20% del mercato dei mutui nel paese. Nel suo *Global Financial Stability Report*, il Fondo Monetario Internazionale ha stimato in duecento miliardi di dollari le perdite registrate dal settore dei mutui subprime fra il febbraio e il settembre del 2007.<sup>80</sup>

Il motivo per cui le insolvenze dei titolari di mutui si sono gradualmente spostate sulle banche e sui mercati finanziari, generando il caos, risiede nei meccanismi di gestione del rischio connesso ai mutui ad alto rischio. Normalmente, la banca titolare di debiti ad alto rischio, come quelli derivanti dai mutui subprime, si tutela *cartolarizzando*<sup>81</sup> questi debiti e rivendendoli ad altri investitori istituzionali. Questa pratica rendeva difficile conoscere con esattezza quali investitori fossero esposti al rischio d’inadempienza dei mutui subprime. Il rischio più grande era che un default passasse dalle famiglie, alle banche e infine al mercato. Ed è quello che è successo.<sup>82</sup>

---

<sup>78</sup> *Subprime*: sono prestiti o mutui erogati a clienti definiti “ad alto rischio”. Sono chiamati prestiti *subprime* perché a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono il creditore sono definiti di qualità non primaria, ossia inferiore ai debiti primari (*prime*) che rappresentano dei prestiti erogati in favore di soggetti con una storia creditizia e delle garanzie sufficientemente affidabili.

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>.

<sup>79</sup> P. Krugman, M. Obstfeld, M. Melitz “*Economia internazionale 2*”, Pearson Italia, Milano 2015, p.405.

<sup>80</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>.

<sup>81</sup> Cartolarizzazione: operazione mediante la quale un insieme di diritti su attività illiquide (crediti, immobili) sono incorporati in uno strumento negoziabile. Ibid.

<sup>82</sup> Ibid.

Le banche in tutto il mondo, specialmente quelle americane, si dimostrarono avidi acquirenti di attività cartolarizzate basate sui subprime. Queste e altre istituzioni finanziarie, complice la deregolamentazione finanziaria messa in atto negli anni precedenti, tennero un comportamento sconsiderato. Ossia, cercarono di minimizzare l'ammontare di capitale che avrebbero dovuto mantenere a fronte delle attività, massimizzando perciò - attraverso un ampio uso della *leva finanziaria*<sup>83</sup> - l'ammontare che avrebbero potuto prendere a prestito per acquistare prodotti creditizi ad alto rischio basati sui mutui subprime. Gran parte dei finanziamenti per gli acquisti di tali attività rischiose proveniva da prestatori americani, tra cui fondi comuni d'investimento.

Dinanzi alla crescente inadempienza da parte dei debitori dei mutui nel 2007, molti prestatori si ritirarono dal mercato, tuttavia non si conosceva ancora la portata del fenomeno e presto le persone lo sperimentarono direttamente.

Nella settimana del 9 agosto 2007, le banche centrali attuarono la più grande iniezione di liquidità dagli attacchi dell'11 settembre 2001.<sup>84</sup>

La Banca centrale europea intervenne come prestatore di ultima istanza nel sistema interbancario europeo, la Fed fece lo stesso in America. I mercati azionari crollarono ovunque. L'economia statunitense scivolò in recessione alla fine del 2007 a causa della scomparsa del credito e dal crollo del mercato immobiliare. Il terreno su cui poggiavano i colossi finanziari cominciò a sgretolarsi, portando con sé parecchie vittime. A marzo 2008 non furono più rinnovati i crediti a breve scadenza a Bear Stearns, la quinta banca d'investimento più grande. La Fed organizzò un frettoloso e contestato salvataggio: acquistò trenta miliardi di dollari di attività tossiche della Bear per convincere la banca J.P. Morgan Chase ad acquistare Bear a un prezzo stracciato.<sup>85</sup>

Nel frattempo, i pignoramenti sui mutui crebbero, e le banche – anche quelle ombra – continuavano a tenere a bilancio titoli tossici, difficili da valutare o piazzare.

Per arginare la situazione, il governo americano assunse il controllo di Fannie Mae e Freddie Mac, i due colossi dell'intermediazione dei mutui.

---

<sup>83</sup> Attraverso l'utilizzo della leva finanziaria (*leverage*) un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e, conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante e, di converso, di esporsi al rischio di perdite molto significative.

<http://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>.

<sup>84</sup> P. Krugman, M. Obstfeld, M. Melitz “*Economia internazionale 2*”, Pearson Italia, Milano 2015, p.406.

<sup>85</sup> Ibid.

Tuttavia il collasso delle banche non si fermò: il 15 settembre 2008 la banca d'investimento Lehman Brothers fece istanza di fallimento: per tanti economisti fu l'evento cruciale e caratterizzante della crisi. Poco dopo la Fed elargì oltre ottantacinque miliardi di dollari per tenere a galla il gigante assicurativo AIG (American International Group). L'autunno 2008 si caratterizzò anche per il fallimento della Washington Mutual Bank – la sesta banca più grande degli Stati Uniti. Inoltre la banca d'investimento Merrill Lynch e Wachovia – la quarta banca più importante – furono acquisite, rispettivamente da Bank of America e da Wells Fargo Bank. Le ultime due banche d'investimento indipendenti sul suolo statunitense, Goldman Sachs e Morgan Stanley, furono trasformate in imprese bancarie soggette alla vigilanza della Fed.<sup>86</sup> Dopo un dibattito apparentemente lungo, il Congresso degli Stati Uniti approvò una legge che prevedeva l'allocatione della cifra record di settecento miliardi di dollari all'acquisto di attività dalle banche, con l'auspicio che tale iniezione permettesse la ripresa dell'attività creditizia.<sup>87</sup> Alla fine i fondi furono usati dalle banche per altri scopi. La crisi si diffuse in Europa e nel resto del mondo, con effetti devastanti su occupazione e produzione.

In un simile caos la Fed diventò il prestatore di ultima istanza globale per i dollari statunitensi, poiché il crollo del mercato creditizio USA aveva avuto ripercussioni anche sui mercati interbancari. In particolare, con questi ultimi mercati paralizzati, le banche europee non volevano vendere le loro attività statunitensi, diventate dannose. Per limitare le potenziali perdite, questi istituti finanziari avevano bisogno di dollari per ripagare i prestiti a breve scadenza e mantenere le proprie posizioni coperte in dollari. La Fed estese linee di prestito ingenti verso le banche di tutto il mondo, specialmente verso la Bce, per l'Eurozona, verso la Banca d'Inghilterra e verso la Banca del Giappone.<sup>88</sup>

Tuttavia, la carenza di dollari, che si aggravò dopo il crollo di Lehman nel settembre 2008, contribuì ad un rafforzamento della moneta statunitense a svantaggio delle altre a livello mondiale.

Nonostante molte banche tagliarono i tassi d'interesse e furono attuati interventi finanziari volti ad aiutare le economie, il mondo scivolò in recessione. La situazione peggiorò nell'autunno del 2008 con l'intensificarsi della crisi finanziaria.

Il commercio mondiale si contrasse ad un tasso inizialmente più elevato rispetto a quello registrato durante la fase iniziale della Grande Depressione. I paesi presentarono vari e ampi

---

<sup>86</sup> P. Krugman, M. Obstfeld, M. Melitz “*Economia internazionale 2*”, Pearson Italia, Milano 2015, p.407.

<sup>87</sup> Analisi più approfondita nel paragrafo 2.2.

<sup>88</sup> P. Krugman, M. Obstfeld, M. Melitz “*Economia internazionale 2*”, Pearson Italia, Milano 2015, p.408.

programmi di stimolo fiscale, le banche centrali dal canto loro, abbassarono drasticamente i tassi d'interesse obiettivo vicino allo zero.

Il 2009 fu segnato da elevata disoccupazione e da una forte contrazione della produttività. Gli anni successivi al 2009, registrarono una ripresa più rapida per i paesi in via di sviluppo, mentre il mondo industrializzato rimaneva ancora fragile. Nell'area euro, in particolare, la difficoltosa ripresa si tramutò in crisi esistenziale, complici la bassa crescita, elevata disoccupazione, problemi bancari e elevati debiti pubblici di alcuni dei paesi dell'eurozona, specialmente la parte mediterranea.<sup>89</sup>

## 2.2 SOLUZIONI PER LA CRISI: IL RITORNO IN AUGE DI KEYNES

Nella primavera del 2005 è stato chiesto a un gruppo di "studiosi conservatori e leader politici" di identificare i libri "più pericolosi" dei secoli XIX e XX. Tra di essi vi era anche la *Teoria Generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*. Probabilmente, assume il Nobel per l'economia 2008 Paul Krugman, questi "sapienti conservatori e leader politici", che si sono pronunciati così su Keynes e la sua opera, sono coloro i quali non l'hanno letta.<sup>90</sup> Negli ultimi ottant'anni la *Teoria Generale* ha modellato le opinioni anche di chi non ne ha mai sentito parlare o di chi crede di non essere d'accordo con il pensiero keynesiano. Secondo Krugman, la *Teoria Generale* di Keynes è il testo in cui si trovano le risposte alla grande crisi del 2008.<sup>91</sup>

Considerando la maggior parte delle recessioni, e in particolare la Grande Recessione, si evidenzia come, i fallimenti della domanda aggregata siano schiacciati. Krugman – in linea con il pensiero di John Keynes - afferma che dinanzi a piccole e comuni recessioni, lo strumento adatto per promuovere la ripresa è la politica monetaria espansiva. Tuttavia, se la crisi è tale da abbassare i tassi d'interesse vicino allo zero, come nel 2008, la politica monetaria può non essere sufficiente o può rivelarsi inefficace: trappola della liquidità. In una simile situazione, una politica fiscale espansiva – non l'austerità – può far ripartire

---

<sup>89</sup> P. Krugman, M. Obstfeld, M. Melitz "Economia internazionale 2", Pearson Italia, Milano 2015, p.363.

<sup>90</sup> J.M. Keynes "The General Theory of Employment, Interest, and Money", Introduction by Paul Krugman.

<sup>91</sup> Ibid.

l'economia.<sup>92</sup> Krugman, dice, infatti, di aver sempre sostenuto misure fiscali temporanee nel caso in cui politiche monetarie fossero inefficaci. Egli stesso ammette che negli anni 2008-2009, gli effetti diretti di benefici legati a politiche fiscali espansive erano limitati. A distanza di sei o sette anni, lo stesso economista americano riscortò effetti molto favorevoli con una visione keynesiana dell'economia.<sup>93</sup>

Per contrastare la crisi, gli Stati Uniti utilizzarono dapprima strumenti di politica monetaria e in un secondo momento, vista la portata della recessione, ingenti pacchetti di stimoli fiscali. Partiamo ad analizzare i primi. Il TARP (*Troubled Assets Relief Program*) è un programma emanato dal Congresso, al culmine del panico del 2008. Il programma fu creato ad hoc, per cercare di limitare i danni del disastro finanziario; quindi il programma fu redatto in fretta. Secondo lo stesso Alan Blinder, il TARP è una tra le migliori innovazioni di politica economica introdotte, ma meno comprese nella storia degli Stati Uniti.<sup>94</sup> Ciò perché, ancora oggi, questo provvedimento ha una scarsa reputazione agli occhi dell'opinione pubblica, in parte perché una porzione dei cittadini è mal informata.

Il TARP ha avuto origine dopo il salvataggio di Bear Stearns, nel marzo 2008, quando il Segretario del Tesoro di allora, Henry Paulson, ha messo all'opera due brillanti assistenti, provenienti da JP Morgan, con l'intento di elaborare dei "piani d'emergenza, nel caso le cose fossero peggiorate".<sup>95</sup> Il 15 aprile del 2008 fu elaborato un piano di dieci pagine che venne ricordato con il nome di "*Break-the-Glass Memo*"<sup>96</sup> da usare in caso disperato d'emergenza. In un primo momento rimase pura accademia ma arrivò il momento di "rompere il vetro": la quasi- nazionalizzazione di AIG. Allora, pochi membri del Congresso americano avevano un'immagine chiara, del disastro finanziario che era in corso, tanto quanto l'avevano Ben Bernanke – l'allora presidente della Federal Reserve - e Paulson. Soprattutto, la maggior parte dei membri non era convinta della necessità di usare soldi pubblici per salvare le banche, per errori commesse dalle stesse. Per avere le spalle coperte, il Congresso stava considerando di usare fondi della Fed.

Il programma, in origine, prevedeva che il Tesoro avrebbe acquistato "*troubled assets*"<sup>97</sup> dalle banche, in modo da liberarli dai libri contabili delle banche stesse, aumentando così i

---

<sup>92</sup> <https://krugman.blogs.nytimes.com/2015/06/06/why-am-i-a-keynesian/>.

<sup>93</sup> Ibid.

<sup>94</sup> A. S. Blinder, "When the music stopped" Penguin Books, New York 2014, p.178.

<sup>95</sup> Ibid.

<sup>96</sup> Ibid.

<sup>97</sup> A. S. Blinder, "When the music stopped" Penguin Books, New York 2014, p.183.

loro valori di mercato, risanando le banche e aiutando l'economia a ripartire. Centinaia di miliardi di dollari sarebbero stati necessari per questo scopo e il Tesoro voleva che la legislazione passasse in pochi giorni. Quanti soldi dovevano chiedere? Era difficile stimare quale fosse la cifra esatta. Fatto sta che, quando Paulson discuteva con i suoi collaboratori per decidere la somma, Neel Kashkari, uno dei suoi massimi collaboratori, se ne uscì con la celebre cifra, poi approvata dal Congresso, di settecento miliardi di dollari (\$700.000.000.000).

Dopo le famose “tre pagine” redatte da Paulson, il TARP fu rivisto; Numerosi gradi di supervisione furono aggiunti. Benché il disegno del TARP assunse connotati più equi rispetto alla stesura originale di Paulson, rimaneva ancora in sospeso una questione spinosa: il compenso degli alti dirigenti di queste banche. Paulson voleva andarci piano a riguardo, poiché convinto che le banche non avrebbero mai firmato l'accordo se costrette a tagli degli stipendi ai piani alti. Quest'approccio contribuì a inasprire gli animi dell'opinione pubblica, tanto verso il programma, quanto verso Paulson stesso. Alla fine il disegno di legge approvato dal Congresso - l'*Emergency Economic Act* – era incentrato sull'acquisto di “attività problematiche” e non sull'iniezione di capitali all'interno delle banche. Sorprendentemente, ci fu un cambiamento di rotta, infatti, lo staff del Tesoro convinse Paulson per quest'ultima scelta, in parte per motivi tecnici. Il rischio era di sottostimare o sovrastimare il valore di strumenti finanziari di cui nessuno, di fatto, sapeva il reale valore di mercato. La distanza tra domanda e offerta (*bid-ask spread*)<sup>98</sup> era troppo elevata. La via più facile e veloce, per il Governo, sembrava quindi l'acquisto di quote azionarie dalle banche. Sarebbe stato vantaggioso anche per i contribuenti.

Un argomento a favore dell'iniezione di capitali direttamente alle banche era il potenziale effetto positivo della leva finanziaria. Si pensava che si potesse amplificare l'effetto positivo di quell'iniezione, ottenendo addizionali prestiti che le banche avrebbero concesso ai contribuenti. In linea di massima, visto il caos finanziario, sarebbe stato più saggio, per la maggior parte delle banche gravemente sottocapitalizzate, prendere il denaro per risanare i conti e ricominciare con delle basi più solide, facendo un uso più ponderato e consapevole della leva finanziaria.

In seguito ai salvataggi di Citigroup nel novembre 2008 e di Bank of America nel gennaio 2009, il Tesoro, la Fed e l'FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) collaborarono per

---

<sup>98</sup> A. S. Blinder, “When the music stopped” Penguin Books, New York 2014, p.196.

l'acquisto di attività pericolose. Fu creato il TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*).<sup>99</sup>

Alla fine il Governo degli Stati Uniti d'America finì per comprare, o meglio comprare a metà – poiché si accollava solo il rischio eventuale, non i potenziali guadagni, che rimanevano nelle tasche delle banche – un qualcosa come due trilioni di dollari di beni e solo una piccola parte di questi “*assets*” era, alla fine, “*troubled*”<sup>100</sup>. A posteriori, il progetto originario del TARP non era poi così male.

Cosa del TARP non è andato bene? Perché è così aspramente criticato? Si può dire che il programma sia stato indebolito sia economicamente, che politicamente, da una serie di errori di progettazione e di mercato: primo fra tutti, le tre pagine di Henry Paulson. Queste furono considerate un “errore politico”, “un errore di comunicazione”.<sup>101</sup> Gli errori proseguono con la decisione di finanziare direttamente le banche con soldi che né volevano – per paura di essere mal stigmatizzate dai mercati - né alcune necessitavano. Un altro punto dolente è stato la mal gestione o totale omissione di requisiti stringenti ed obblighi per le banche su temi chiave come: pignoramenti, prestiti ai contribuenti, riduzione mega compensi. Un grande errore secondo Blinder è stato l'aver snaturato completamente il progetto in sé: da un iniziale progetto di acquisto di titoli tossici si è passati ad iniettare pesantemente il sistema finanziario con denaro.<sup>102</sup>

Ciononostante ci sono due aspetti molto positivi. Prima di tutto, Blinder considera positivamente il successo del programma: è riuscito a produrre un profitto di venticinque miliardi di dollari.<sup>103</sup> Secondariamente l'autore, in un lavoro condotto nel 2010, aveva stimato che l'ingente aiuto governativo avrebbe prodotto risultati migliori per l'economia rispetto al *laissez-faire*. Ovvero, entro il 2011, il PIL reale sarebbe stato di circa il 6% più alto, il tasso di disoccupazione di circa tre punti percentuali più basso e 4,8 milioni di americani in più impiegati. Blinder è convinto che, senza questi interventi governativi - specialmente lo stimolo fiscale, che adesso vedremo - l'incubo della Grande Depressione 2.0 si sarebbe concretizzato.<sup>104</sup>

---

<sup>99</sup> A. S. Blinder, “When the music stopped” Penguin Books, New York 2014, p.206

<sup>100</sup> Ivi, p.207.

<sup>101</sup> Ibid.

<sup>102</sup> Ivi, p.208.

<sup>103</sup> Ivi, p.206.

<sup>104</sup> Ivi, p.209.

Dopo programmi come il TARP e il TALF, con cui gli Stati Uniti hanno cercato di iniettare ingenti quantità di denaro nel sistema bancario e allo stesso tempo comprare attività tossiche, era il momento dello stimolo fiscale. L'idea alla base era semplice: la banca centrale americana aveva fatto il possibile e più per evitare che il sistema economico americano - e di conseguenza quello mondiale - cadesse in totale depressione, ciononostante l'economia stava ancora affondando. In questo clima di difficoltà, le idee di Keynes sono tornate inevitabilmente in auge. L'uso dello stimolo fiscale per combattere le recessioni in America, Gran Bretagna, Europa e Asia, ha portato Robert Skidelsky, il più importante biografo di Keynes, a dichiarare il "ritorno del maestro"<sup>105</sup> Adottare soluzioni keynesiane, fondamentalmente significava tagliare le tasse, aumentare la spesa pubblica o entrambe le cose. L'obiettivo in ogni caso era di stimolare fortemente l'economia. L'idea centrale di politica fiscale keynesiana è che il governo dovrebbe stimolare la domanda aggregata, quando questa è debole e controllarla, quando questa è forte.<sup>106</sup>

Lo stesso Keynes scrisse nel 1937:

*“Il boom, non il crollo, è il momento giusto per l'austerità al Tesoro”.*<sup>107</sup>

Secondo delle stime, nell'ottobre 2008, ci fu una perdita di quattrocentottanta nove mila posti di lavoro e nei tre mesi successivi altri 2,3 milioni di persone rimasero disoccupate.<sup>108</sup> Nello stesso periodo, colossi dell'industria automobilistica americana come General Motors, Chrysler e Ford, erano a rischio bancarotta. L'uscente presidente degli Stati Uniti, George W. Bush contribuì al salvataggio dei tre colossi di Detroit. Il momento di crisi era delicato e sicuramente il periodo di transizione presidenziale non giovò alla nazione.

Il neo-eletto quarantaquattresimo presidente degli Stati Uniti, Barack Obama, ereditò una situazione davvero difficile ed era chiamato a fare i miracoli. Egli doveva risollevare il paese dalla più grande recessione dopo il 1930, presumibilmente attraverso un pacchetto di stimoli fiscali.

Obama decise di avere un approccio generalizzato (*scattershot approach*) anziché adottare un approccio mirato sull'economia (*laser beam approach*).<sup>109</sup> Questa decisione di Obama, di voler affrontare contemporaneamente più problematiche, ha fatto sì che la sua attenzione e

---

<sup>105</sup> <https://www.economist.com/free-exchange/2013/11/26/a-keynes-for-all-seasons>.

<sup>106</sup> A. S. Blinder, “When the music stopped” Penguin Books, New York 2014, p.211.

<sup>107</sup> “*The boom, not the slump, is the right time for austerity at the Treasury.*”,  
Cit. in <https://www.economist.com/free-exchange/2013/11/26/a-keynes-for-all-seasons>.

<sup>108</sup> A. S. Blinder, “When the music stopped” Penguin Books, New York 2014, p.212.

<sup>109</sup> Ivi, p.219.



quella della sua amministrazione si frammentassero su diversi temi, lasciando spesso volte l'opinione pubblica perplessa su quali fossero gli obiettivi dell'agenda presidenziale, in particolare le strategie di politica economica.

La grande mossa fiscale dell'amministrazione Obama fu il progetto ARRA (*American Reinvestment and Recovery Act*).<sup>110</sup> Già nell'anno precedente, l'amministrazione Bush aveva emanato alcuni programmi fiscali, in particolare l'*Economic Stimulus Act* del febbraio 2008, che comportò un taglio importante delle tasse – il rimedio standard dell'allora Presidente Bush. Ciononostante, quanto fatto, non era stato sufficiente; perciò Obama puntava a elaborare un pacchetto di stimoli tra settecento e ottocento miliardi di dollari, circa il 5% del PIL.<sup>111</sup> Troppi, secondo i Repubblicani. Nonostante la straordinarietà del periodo, questi rimanevano decisamente ostili verso espansioni fiscali, specialmente se di tale portata. D'altro canto, un liberale come Paul Krugman, sosteneva fosse troppo poco.<sup>112</sup>

L'*American Reinvestment Recovery Act* passò al Congresso il 17 febbraio 2009. Il disegno di legge era suddiviso in tre parti. Un terzo riguardava il taglio delle tasse, un terzo per nuove spese - indennità di disoccupazione e infrastrutture - e un terzo era riservato per aiutare i governi statali e locali, soprattutto per pagare le spese mediche.<sup>113</sup> Si può dire che il progetto ottenne buoni risultati. Fu un progetto tempestivo, in concomitanza con i peggiori mesi della recessione economica: l'atto fu approvato speditamente in Congresso e la spesa pubblica aumentò velocemente. Era un progetto ben mirato e soprattutto temporaneo: il tasso di spesa ha raggiunto il picco nel secondo e terzo trimestre del 2009, per poi iniziare un graduale declino, diventando trascurabile alla fine del 2011.<sup>114</sup> Uno studio pubblicato da Blinder nel luglio del 2010 sosteneva che il *Recovery Act* avesse operato a dovere. Ovviamente questo studio fu apprezzato dai Democratici e osteggiato dai Repubblicani. Il meccanismo alla base era semplice: una maggior spesa governativa – o minori tasse – favorisce un aumento della domanda aggregata; poiché le imprese producono di più per soddisfare questa maggiore domanda, assumono più lavoratori.<sup>115</sup>

L'opposizione repubblicana tuttavia attaccò su più fronti lo stimolo fiscale promosso dall'amministrazione Obama. In particolare, rivendicavano che, l'impennata della

---

<sup>110</sup> A. S. Blinder, "When the music stopped" Penguin Books, New York 2014, p.223.

<sup>111</sup> La cifra iniziale era di settecentottanta sette miliardi di dollari, circa il 5,5% del PIL. In una seconda stima, il *Congressional Budget Office* aumentò la cifra fino a raggiungere ottocento trenta miliardi di dollari. Ivi, p.227.

<sup>112</sup> Ivi, p.225.

<sup>113</sup> Ivi, p.232.

<sup>114</sup> Ivi, pp.232-233.

<sup>115</sup> Ivi, p. 233.

disoccupazione sopra l'8%, fosse sintomo di un fallimento dell'espansione fiscale. Altro tema caldo era quello dell'aumento del deficit di bilancio federale. Ciò era vero, tuttavia il *deficit spending* era una misura temporanea. I numerosi tentativi governativi di risollevare l'economia – specialmente attraverso programmi monetari (TARP e TALF) e fiscali (ARRA) – contribuirono ad alterare l'equilibrio degli Stati Uniti. Il bilancio federale salì dal 3,2% del PIL nell'anno fiscale 2008, a un sorprendente 10,1% del PIL nell'anno fiscale 2009; nell'anno fiscale 2011 il deficit di bilancio raggiunse quasi 1,3 trilioni di dollari, circa il 9% del PIL.<sup>116</sup> Questi numeri favorirono l'insorta di posizioni di natura profondamente anti keynesiana. Tra i Repubblicani, c'era chi appoggiava una rapida riduzione del deficit, per tornare al pareggio di bilancio; tuttavia questa operazione avrebbe quasi sicuramente condotto l'economia in una profonda recessione. Per non creare ulteriori destabilizzazioni al tessuto economico e sociale americano e mondiale l'assorbimento del deficit di bilancio, così come l'elevata disoccupazione, doveva essere graduale nel tempo.

---

<sup>116</sup> A. S. Blinder, "When the music stopped" Penguin Books, New York 2014, pp. 234-5.

# Terzo Capitolo

*Il mondo dopo la crisi*

### 3.1 IL MONDO DIECI ANNI DOPO: COSA ABBIAMO IMPARATO?

A dieci anni dal fallimento di Lehman Brothers, credo sia opportuno chiedersi quali siano gli insegnamenti più importanti della crisi; se queste lezioni, pagate a caro prezzo, siano effettivamente state apprese; se il mondo abbia davvero rialzato la testa dopo il big crash e in che modo la realtà odierna è diversa da quella di allora. Vorrei iniziare questa disamina partendo dalla società, dalle persone comuni, che hanno pagato maggiormente per questa crisi.

Micah White, attivista, co-creatore del movimento *Occupy Wall Street* e autore del libro *The End of The Protest*, sostiene che la crisi era evitabile e doveva esserlo.

Oltre ad essere una crisi economica, il crollo del 2008 è stato una crisi sociale. Quello che si è rotto nel 2008 non era principalmente l'economia: era la fiducia della gente verso l'ordine mondiale dominante. Egli afferma che, in qualche modo, l'economia è stata riparata ma questa fede non è stata ripristinata.

La crisi sociale, a differenza di quella economica, non si è mai fermata: tutto ciò che stiamo vivendo oggi sul palcoscenico politico globale, dall'ascesa dei movimenti sociali che iniziano con *Occupy Wall Street*, all'apparizione del populismo nazionalista, è un sintomo della crisi sociale irrisolta del 2008.

Ciò che resta da fare, secondo lui, è una rivoluzione che trasforma la governance globale. Tanto la sinistra, quanto la destra, è sempre più d'accordo.<sup>117</sup>

Secondo uno studio condotto da J.P. Morgan, rispetto al 2008, il consumatore americano è molto più in salute. Il rapporto debito/reddito delle famiglie è in calo, gli standard di prestito sono notevolmente migliorati e le famiglie non sono così esposte agli aumenti dei tassi come una volta. Guardando a cosa potrebbe scatenare un'altra crisi, la maggior parte degli analisti concorda sul fatto che le debolezze che hanno causato la Grande Recessione non saranno la causa della prossima crisi.<sup>118</sup>

Alan Blinder, analizzando l'eredità del grande disastro finanziario, enfatizza l'importanza nell'aver un occhio di riguardo per il cittadino-consumatore ordinario. Ci dev'essere un accrescimento di valori morali. Una cosa che abbiamo imparato dalla crisi è che l'incapacità

---

<sup>117</sup> <https://www.theguardian.com/commentisfree/2018/sep/14/the-panel-lehman-brothers-ten-year-anniversary-financial-crash>.

<sup>118</sup> <https://www.jpmorgan.com/global/research/10-years-after-crisis>.

di proteggere consumatori e investitori inesperti da pratiche finanziarie predatorie può in realtà minare l'intera economia.<sup>119</sup>

Le numerose iniziative di regolamentazione – a livello nazionale ed internazionale - poste in essere all'indomani della crisi di dieci anni fa, rappresentano una delle grandi eredità del 2008. Nel 2010 il Comitato di Basilea propose il *Basilea III*: un insieme più stringente di standard sul capitale e misure di salvaguardia per le banche internazionali.<sup>120</sup> Diventava più difficile per le banche aggirare i requisiti di capitale: esse erano chiamate a mantenere sufficiente liquidità o obbligazioni altamente liquide per essere in grado di coprire trenta giorni di uscite in condizioni di crisi. Nel dicembre 2011 la Fed annunciava l'intenzione di applicare le regole del Basilea III alle banche, ma anche alle altre istituzioni finanziarie con attività superiori ai cinquanta miliardi di dollari.<sup>121</sup> Furono istituiti nuovi organi di sorveglianza come il FSB (*Financial Stability Board*), per controllare il sistema finanziario e per il coordinamento e la riforma delle politiche economiche a livello globale.<sup>122</sup>

Ann Pettifor, direttrice di PRIME (Policy Research in Macroeconomics) e membra della New Economics Foundation, è convinta che, per rendere il mondo più sicuro, i governi democraticamente eletti dovranno assumersi la responsabilità di gestire il sistema finanziario, ormai globalizzato, invece di lasciare la gestione di tale sistema a soggetti invisibili, autoregolatori e interessati ai mercati dei capitali globali.

Fino a quando i regolatori non gestiranno i flussi transnazionali, non sarà possibile tassare le società globali che operano al di là della democrazia regolamentare. Finché le banche centrali gestiranno i tassi di cambio, la volatilità, gli squilibri finanziari e commerciali continueranno ad affliggere i governi.<sup>123</sup>

Per quanto concerne le riforme a livello nazionale, nell'estate del 2010, il Congresso americano approvò la legge Dodd-Frank (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*)<sup>124</sup>: un mastodontico provvedimento di 2.319 pagine, redatto dagli ex membri del Congresso Barney Frank e Christopher Dodd.<sup>125</sup>

---

<sup>119</sup> A. S. Blinder, *“When the music stopped”* Penguin Books, New York 2014, p.437.

<sup>120</sup> P. Krugman, M. Obstfeld, M. Melitz *“Economia internazionale 2”*, Pearson Italia, Milano 2015, p.410.

<sup>121</sup> Ibid.

<sup>122</sup> Ivi, p.411.

<sup>123</sup> <https://www.theguardian.com/commentisfree/2018/sep/14/the-panel-lehman-brothers-ten-year-anniversary-financial-crash>.

<sup>124</sup> A. S. Blinder, *“When the music stopped”* Penguin Books, New York 2014, p.304.

<sup>125</sup> <https://www.investopedia.com/news/10-years-later-lessons-financial-crisis>.

Tra le varie cose, tale legge istituiva il FSOC (*Financial Stability Oversight Council*) - che include il Segretario del Tesoro e il governatore della Fed – per controllare aspetti macroeconomici per la stabilità finanziaria, compresi i rischi derivanti dal sistema bancario ombra. Tale Consiglio ha il potere di disciplinare istituzioni finanziarie non bancarie ritenute importanti dal punto di vista sistemico. Esso può anche raccomandare la divisione d'istituti troppo grandi o troppo interconnessi che rischiano di essere una minaccia per l'economia.<sup>126</sup>

Ciononostante, la realtà odierna conferma che i colossi finanziari, specialmente in America, sono ancora più grandi oggi. Le autorità nazionali spesso subiscono pressioni dal mondo finanziario interno, poiché una maggior normalizzazione provocherebbe loro degli svantaggi rispetto ai concorrenti esteri.

Il timore è che non sia stato fatto abbastanza per risolvere il problema del “*too big to fail*” e del comportamento sleale – *moral hazard* – nei mercati finanziari. Le banche si sono comportate male, non tutte, ma molte delle istituzioni più famose di Wall Street e Main Street hanno chiaramente messo gli interessi dei loro dirigenti davanti ai loro clienti.

La gente deve rendersi conto che le banche – come disse l'ex governatore della Federal Reserve Alan Greenspan – “*se sono troppo grandi per fallire, sono troppo grandi*”.<sup>127</sup> E i top manager, oggi come allora, appaiono spesso “*troppo grandi per il carcere*”.<sup>128</sup>

Bisogna dare maggior importanza alla gestione del rischio. Quando agli alti dirigenti è concesso prendere rischi sempre più elevati, questi si sentono detentori di maggiori poteri. Le grandi istituzioni finanziarie finiscono per essere guidate più dall'avidità, che dalla paura. I massimi dirigenti, i consigli di amministrazione e i regolatori condividono la responsabilità di garantire che i sistemi di gestione del rischio nelle società finanziarie siano all'altezza. Le persone devono verificare, non fidarsi ciecamente. Si sono visti ampiamente i risultati di comportamenti noncuranti e negligenti.<sup>129</sup>

Yanis Varoufakis, ex ministro delle finanze della Grecia, sostiene che la maggior regolamentazione delle banche centrali e statali ha indotto l'intermediazione finanziaria a spostarsi, dalle banche ai mercati dei capitali. Rendendo le banche più sicure, il rischio è stato spostato nel sistema bancario ombra, che è passato da ventotto milioni di dollari nel 2010 a quarantacinque milioni di dollari nel 2018, e dall'ovest del mondo ai mercati emergenti, che

---

<sup>126</sup> P. Krugman, M. Obstfeld, M. Melitz “*Economia internazionale 2*”, Pearson Italia, Milano 2015, pp.411-2.

<sup>127</sup> Cit. in P. Krugman, M. Obstfeld, M. Melitz “*Economia internazionale 2*”, Pearson Italia, Milano 2015, p.399.

<sup>128</sup> Cit. in <https://www.theguardian.com/commentisfree/2018/sep/14/the-panel-lehman-brothers-ten-year-anniversary-financial-crash>.

<sup>129</sup> A. S. Blinder, “*When the music stopped*” Penguin Books, New York 2014, p.435.

hanno preso a prestiti 3,7 miliardi di dollari nell'ultimo decennio. Di fatto, per l'economista greco, il rischio non è scomparso, è stato solo oscurato e disperso geograficamente.<sup>130</sup>

Jay Barry, di J.P. Morgan, esaminando la salute dei bilanci delle banche centrali principali, evidenzia come, durante il *quantitative easing* (QE),<sup>131</sup> la Fed ha acquisito titoli del Tesoro e titoli garantiti da ipoteca, con un picco di bilancio di circa 4,5 trilioni di dollari. L'anno scorso, la banca americana ha iniziato a ridurre il portafoglio e in questo periodo lo sta riducendo per circa quaranta miliardi di dollari al mese. Il *J.P. Morgan Research* si aspetta che la riduzione del bilancio della Fed sia completata entro il 2021, con una riduzione fino a tre trilioni di dollari, ma i titoli del Tesoro statunitensi finiranno per superare gli attuali livelli per diventare la principale risorsa del loro ampio bilancio sostenibile. Al di fuori degli Stati Uniti, il bilancio della Banca centrale europea inizierà a ridursi nel 2019, mentre l'espansione del bilancio della Banca del Giappone continuerà probabilmente ancora per un po'.<sup>132</sup>

Tuttavia, lo stesso James Dimon, CEO del colosso americano, nella lettera agli azionisti dell'anno scorso ammette che è difficile prevedere con esattezza la miriade di effetti potenziali che l'inversione del quantitative easing porterà, dato che il QE non è mai stato applicato così ampiamente come negli anni post-crisi.<sup>133</sup> Sempre da J.P. Morgan, affermano che le banche globali hanno affrontato un livello senza precedenti di controlli regolamentari all'indomani della crisi e non sono mai state messe meglio dal punto di vista della solvibilità e della liquidità in vista di una potenziale prossima recessione. Oggi, i loro coefficienti patrimoniali e di leva finanziaria sono più forti, le banche sono meno complesse di un tempo e affrontano annualmente severi stress test per simulare la loro capacità di resistere a gravi perdite. Perciò, teoricamente, benché la capacità di prevedere l'esatta sequenza di eventi che potrebbero scatenare un'altra recessione rimanga limitata, le banche difficilmente saranno il tallone d'Achille, la prossima volta.<sup>134</sup>

---

<sup>130</sup> <https://www.theguardian.com/commentisfree/2018/sep/14/the-panel-lehman-brothers-ten-year-anniversary-financial-crash>.

<sup>131</sup> Strumento non convenzionale di politica monetaria, che permette alle banche centrali di stampare moneta con la quale comprare sul mercato finanziario titoli di Stato o di altro tipo. L'obiettivo complessivo è quello di stimolare l'economia.  
<https://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2015-01-22/ecco-perche-qe-funziona-ma-non-come-usa-075322.shtml?uuid=ABNGD2hC>.

<sup>132</sup> <https://www.jpmorgan.com/global/research/10-years-after-crisis>.

<sup>133</sup> Ibid.

<sup>134</sup> Ibid.

Un “ambiente” che in questi dieci anni è sicuramente mutato è il mercato. Joyce Chang di J.P. Morgan sostiene che se da un lato oggi il mercato obbligazionario globale è più che raddoppiato, toccando i cinquantasette trilioni di dollari dal 2007, la liquidità si è deteriorata sui mercati a reddito fisso poiché le banche svolgono un ruolo minore rispetto ai market maker pre-crisi. Questo calo della liquidità del mercato - che potrebbe essere un attributo caratterizzante della prossima crisi - insieme all'aumento degli investimenti passivi, riduce la capacità di evitare ampi cali, in caso di aumento della volatilità nel mercato.<sup>135</sup>

Lo studio condotto da J.P. Morgan evidenzia come gli investitori stiano progressivamente entrando in fondi che seguono passivamente un indice invece di essere attivamente guidati da un gestore di portafoglio attorno a questo indice. Solo in azioni, circa 3,5 trilioni di dollari di fondi comuni sono gestiti su base passiva a livello globale. Inoltre, gli investitori finali si stanno costantemente spostando in ETFs<sup>136</sup>(*Exchange Traded Funds*), la maggior parte dei quali sono passivi e hanno il vantaggio aggiuntivo della liquidità. I fondi passivi sono molto apprezzati, poiché applicano commissioni più basse e in un certo numero di aree producono rendimenti post-pagamento migliori rispetto ai fondi gestiti attivamente. Tuttavia, questo passaggio da attivo a passivo, e in particolare il calo degli investitori a valore attivo, riduce la capacità del mercato di prevenire e recuperare da ampi cali.<sup>137</sup>

Gli assets totali degli ETFs hanno toccato i cinque trilioni di dollari a livello globale, rispetto a 0,8 trilioni di dollari nel 2008.

Anche la struttura del panorama creditizio si è trasformata, con la quota di prestiti ipotecari statunitensi non bancari che è salita a oltre l'80% del mercato, da meno del 20% prima della crisi, sollevando dubbi sulla stabilità. I prestatori non bancari sono in genere meno capitalizzati rispetto alle banche e non esiste alcun meccanismo per determinare chi potrebbe subentrare in caso queste entità non bancarie dovessero cessare l'attività.<sup>138</sup>

Alan Blinder, dal canto suo, incoraggia la semplificazione e la standardizzazione di determinati strumenti finanziari e la loro commercializzazione su mercati organizzati. La

---

<sup>135</sup> <https://www.jpmorgan.com/global/research/10-years-after-crisis>.

<sup>136</sup> Particolare tipologia di fondo d'investimento con due principali caratteristiche: è negoziato in Borsa come un'azione; ha come unico obiettivo d'investimento quello di replicare l'indice al quale si riferisce attraverso una gestione totalmente passiva.

Un ETF riassume in sé le caratteristiche proprie di un fondo e di un'azione, consentendo agli investitori di sfruttare i punti di forza di entrambi gli strumenti: diversificazione e riduzione del rischio (fondo); flessibilità e trasparenza informativa della negoziazione in tempo reale (azione).

<https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/cosaeunetf/coseunetf.htm>

<sup>137</sup> <https://www.jpmorgan.com/global/research/10-years-after-crisis>.

<sup>138</sup> Ibid.



finanza moderna prospera sulla complessità. Vale la pena chiedersi se tutti i vari strumenti finanziari che hanno inventato negli ultimi dieci anni siano davvero necessari e facilitino davvero la vita dell'investitore medio o la rendano più complessa.<sup>139</sup> Ancora, egli invita a diffidare di strumenti finanziari articolati come certi tipi di derivati trattati in mercati non regolamentati, dove è più elevata l'asimmetria informativa tra cliente e intermediario finanziario – ovviamente a favore di quest'ultimo.<sup>140</sup>

Per quanto riguarda il debito mondiale, questo si è gonfiato di ventisei punti percentuali del PIL dal 2007. La maggior parte dell'aumento si registra nei mercati sviluppati, dove il rapporto debito/PIL è aumentato di circa quarantuno punti percentuali, rispetto a un aumento di dodici punti percentuali nei mercati emergenti. Con i deficit fiscali ancora relativamente elevati, non vi è alcun segno che i livelli del debito si ridurranno nel prossimo futuro. Nonostante un calo sostanziale rispetto al picco del 7,3% nel 2009, il disavanzo fiscale globale rimane elevato al 2,9% del PIL. Negli Stati Uniti, il deficit fiscale dovrebbe raggiungere il 5,4% del PIL entro la fine del 2019.<sup>141</sup>

Per allontanarsi da un sistema economico caratterizzato da crescente disuguaglianza, devastazione ambientale e mancanza di responsabilità, dobbiamo definire una nuova visione del mondo e la base intellettuale dietro il nostro sistema economico.

La necessità di un diverso tipo di futuro non è mai stata più chiara: i problemi climatici, l'ineguaglianza e l'esclusione sociale spingono in questo senso. Il PIL, barometro del progresso nazionale, tende in realtà a salire non solo con l'inquinamento e i rendimenti radicalmente iniqui del capitale, ma anche con problemi sociali come il crimine e la disgregazione della famiglia.<sup>142</sup>

Una preoccupazione chiave, a livello globale, è l'apparente dipendenza della crescita dall'accumulo di ancora più debito. L'accumulo di debito rende l'economia globale e tutte le sue parti sempre più vulnerabili a qualsiasi shock futuro. Ciò suggerisce che il riequilibrio dell'economia mondiale è tutt'altro che completo.<sup>143</sup>

---

<sup>139</sup> A. S. Blinder, *“When the music stopped”* Penguin Books, New York 2014, p.435.

<sup>140</sup> Ivi, p.436.

<sup>141</sup> <https://www.jpmorgan.com/global/research/10-years-after-crisis>.

<sup>142</sup> <https://www.theguardian.com/commentisfree/2016/apr/21/john-maynard-keynes-capitalism-us-economy>.

<sup>143</sup> <https://www.theguardian.com/commentisfree/2018/sep/14/the-panel-lehman-brothers-ten-year-anniversary-financial-crash>.

Progettare un nuovo quadro economico globale richiede una conversazione su vasta scala, collaborazione, inclusione, non di certo una visione del mondo protezionistica e ristretta. Occorre anche la volontà di rendere prioritari gli interessi del pianeta e delle persone – i più, non l'1% - a scapito degli interessi delle grandi aziende speculative.

Un altro tema sicuramente importante riguarda il perverso sistema di compensazione. Sistemi di retribuzione disfunzionali creano incentivi per la disfunzione. Offrire ai traders ricompense spropositate, per il successo di un investimento ma punizioni non commisurate, in caso di fallimento e offrire commissioni di mutui ipotecari basate sul volume, non sulle prestazioni di prestito, invita le persone a correre rischi eccessivi.<sup>144</sup>

Più in generale, l'incremento delle disuguaglianze economiche tra la popolazione mondiale è un problema sempre più evidente nel mondo contemporaneo e inoltre è stata una concausa importante della crisi di dieci anni fa. Più in dettaglio, Thomas Piketty afferma che:

*“Se si analizza la crescita totale dell'economia americana nel trentennio 1977-2007, si rileva che il 10% più ricco si è appropriato dei tre quarti della crescita stessa; l'”1%” più ricco in assoluto ha assorbito da solo quasi il 60% della crescita totale del reddito nazionale americano del periodo; per il restante 90%, il tasso di crescita del reddito medio si è ridotto a meno dello 0,5% annuo.”*<sup>145</sup>

Tale disuguaglianza crescente – in primis dei salari - ha contribuito, negli Stati Uniti, al blocco del potere d'acquisto delle classi medie e popolari; ciò ha accentuato la tendenza all'indebitamento da parte delle famiglie appartenenti a tali classi.<sup>146</sup>

Se l'economia americana fosse cresciuta in modo eccezionalmente forte, parallelamente a queste differenze, la situazione sarebbe stata diversa.

Un altro tipo di disuguaglianza importante è quella legata al genere. Nicky Morgan, presidente della Commissione del Tesoro della Camera dei Comuni del Regno Unito, sostiene che la cultura alla base del settore bancario deve cambiare. Mentre le riduzioni dei bonus possono essere quantificate, le modifiche ad altri aspetti della cultura sono più difficili da misurare.

---

<sup>144</sup> A. S. Blinder, *“When the music stopped”* Penguin Books, New York 2014, p.436.

<sup>145</sup> Cit. in T. Piketty, *“Il Capitale nel XXI secolo”* Bompiani, Milano 2014, pp.454-5.

<sup>146</sup> Ibid.

In un rapporto sulle donne nel settore finanziario, il Comitato del Tesoro ha concluso che una cultura maschilista è ancora prevalente nel mondo della finanza e che rimane un deterrente per le donne che cercano di progredire nel settore.

I vantaggi di una maggiore diversità includono anche migliori prestazioni finanziarie. Lei crede che, fino a quando il pubblico non avrà la certezza che i difetti culturali del settore siano stati corretti, la fiducia nel settore bancario rimarrà bassa.<sup>147</sup>

Infine, è lecito considerare anche gli insegnamenti per coloro che hanno tentato di compiere azioni fuori dall'ordinario per salvare il sistema: i policy makers.<sup>148</sup> I politici, che ideano e attuano le politiche, dovrebbero cercare di non fare più cose contemporaneamente, come Obama a suo tempo. È importante che ci siano persone in grado di comunicare opportunamente i messaggi al pubblico, specialmente in momenti difficili e delicati come lo era la crisi. Non bisogna lasciare i cittadini in preda al panico. L'utilizzo di un linguaggio comprensibile ai più è fondamentale, spesso quando si tratta di temi difficili e intricati come la finanza. Ed è possibile che il messaggio debba essere ripetuto più e più volte. Il cittadino medio, inoltre, oggi più di sempre, è costantemente sommerso da informazioni molte delle quali sono distorte o travisate.

In situazioni turbolente e incerte è indispensabile non sovrastimare le proprie aspettative, piuttosto è più saggio sottostimare le proprie stime. Non ci sono ripercussioni in caso di performance sopra le attese, non si può dire lo stesso in caso contrario. Obama l'ha imparato duramente quando era alla Casa Bianca. Inoltre, i progressi, specialmente in caso di crisi, si manifestano nel tempo. Il pubblico dev'essere adeguatamente informato delle tempistiche, senza che si aspetti delle ricette veloci per tornare alla normalità.

In politica bisogna ricordare che i pregiudizi e l'attitudine delle persone sono difficili da cambiare. Luoghi comuni e false idee possono essere messe in discussione fornendo fatti concreti e credibili.

L'ultimo punto per una persona che ha scelto di servire il pubblico è la correttezza verso i cittadini. L'onestà verso gli elettori merita il più alto livello di priorità. Per Tim Geithner se perdi la fiducia popolare, hai perso tutto, incluse le iniziative di politica e le prossime elezioni. La crisi del 2008, oltre ad essere stata una catastrofe economica, lo è stata anche da un punto

---

<sup>147</sup> <https://www.theguardian.com/commentisfree/2018/sep/14/the-panel-lehman-brothers-ten-year-anniversary-financial-crash>.

<sup>148</sup> A. S. Blinder, *“When the music stopped”* Penguin Books, New York 2014, pp.438-43

di vista dell'equità sociale. Chi ha pagato di più sono stati i più deboli e la fiducia verso il mondo finanziario – e verso la politica – è andata a picco.

Abbiamo tanto di cui fare tesoro dai dieci anni passati. È fondamentale non dimenticare, perché è molto facile ignorare il passato, è molto comodo tornare alle vecchie abitudini.

# Conclusioni

Credo sia lecito che la visione economica keynesiana abbia collezionato, nel tempo, tanti pareri favorevoli, quanti contrari. Ciò che trovo piuttosto oggettivo è l'impatto che Keynes, come uomo economico e intellettuale, ha avuto, specialmente lungo tutto il XX secolo. Se non fosse così, dopo il suo avvento non si sarebbero scatenate accese diatribe intellettuali, non sarebbe sorto quel processo di unificazione tra le due correnti – keynesiana e ortodossa – che sfociò nella sintesi neoclassica e, altresì, non sarebbero probabilmente nate scuole di pensiero “contro-rivoluzionarie” come quella monetarista, capeggiata da Milton Friedman.

Considero John Maynard Keynes un uomo senza tempo, il cui pensiero è in grado di mutare con l'evoluzione degli eventi, ciò perché lui stesso nutriva una costante preoccupazione per l'evoluzione del suo pensiero. Così, ritengo importante il suo attaccamento alle idee - semplici e fondamentali - su cui egli basa la sua teoria economica. Queste sono, per lui, ancor più rilevanti delle formule o dei concetti usati per esprimere le sue teorie. Ultima, ma non meno importante, mi ha colpito la sua strenua lotta all'evasione da modi abituali di pensiero ed espressione, la sua necessità di confutare lo *status quo*. Come lui stesso riporta nella prefazione alla *Teoria Generale*:

*“La difficoltà non sta nelle idee nuove, ma nell'evadere dalle idee vecchie, le quali, per coloro che sono stati educati come lo è stata la maggioranza di noi, si ramificano in tutti gli angoli della mente”*.<sup>149</sup>

Non mi sorprende, quindi, che per affrontare un evento di portata eccezionale, come la crisi di dieci anni fa, si sia fatto appello, nuovamente, a Keynes e a una teoria economica che è nata per trovare risposte concrete e immediate alla Grande Depressione degli anni trenta.

La scelta di preferire massicci interventi, prima monetari e fiscali poi, per cercare di risollevarlo il sistema, credo sia stata vincente; le stime dimostrano che tali misure hanno avuto un impatto superiore a quello che avrebbe avuto il “lasciar fare”. Tale indirizzo economico, tuttavia, non è stato privo di critiche politiche né di costi. Se, in un primo momento, ero concorde con parte dell'opinione pubblica americana, che vedeva l'intervento governativo come parte del problema e non la soluzione, analizzando in dettaglio i programmi attuati, posso dire che la Fed, la Bce e le altre banche centrali hanno messo in campo tutti gli strumenti di politica economica possibili, sia quelli convenzionali sia non convenzionali.

---

<sup>149</sup> J. M. Keynes, “*Teoria Generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*”, UTET, Torino 2018, Prefazione.

Dopo questa riflessione credo che, chi volesse ancora puntare il dito contro chi ha cercato di salvare il salvabile e far ripartire il sistema, prima dovrebbe volgere il proprio sguardo verso quei soggetti che, con comportamenti sleali, azzardati e immorali, hanno contribuito in prima linea al disastro finanziario. In un contesto così burrascoso, anche gli Stati hanno sicuramente fatto errori e attuato interventi lacunosi ed imperfetti; ciononostante in questi errori c'era comunque la volontà e la necessità di porre rimedio ad un agire sconsiderato da parte di colossi finanziari e immobiliari, i cui più alti dirigenti, non hanno minimamente pagato. Questa crisi insegna molto a tutti noi, dal semplice consumatore, al direttore di una grande public company, fino al policy maker. Sta ad ognuno di noi raccogliere l'eredità di questa crisi e affrontare le amare conseguenze, economiche e sociali, che abbiamo ereditato. Credo che sia necessario quel progetto di riforma sociale del capitalismo promosso da Keynes ottant'anni fa. Ci sono problemi sociali e ambientali oggi che richiedono un approccio nuovo, una visione che sia in grado di sfidare lo *status quo*.

Penso che, dopotutto, la *Teoria Generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta* continui a essere fonte d'ispirazione, verso un futuro migliore.

## ***BIBLIOGRAFIA***

BLINDER A. S. *After the music stopped*, Penguin Books, New York 2014;

KEYNES J. M. *Teoria Generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, UTET, Torino 2018;

KEYNES J. M. *The General Theory of employment, interest and money*, Macmillan, London 1936;

KRUGMAN P., OBSTFELD M., MELITZ M. *Economia internazionale 2*, Pearson Italia, Milano 2015;

MOGGRIDGE D. E. *Guida a Keynes*, Rizzoli, Milano 1978;

PIKETTY T. *Il Capitale nel XXI secolo*, Bompiani, Milano 2014;

ROMANI R. *L'economia politica dopo Keynes*, Carocci, Roma 2010.



## ***SITOGRAFIA***

BORSA ITALIANA

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/cosaeunetf/coseunetf.htm>

CONSOB

<http://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>

IL SOLE 24 ORE

<https://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2015-01-22/ecco-perche-qe-funziona-ma-non-come-usa-075322.shtml?uuid=ABNGD2hC>

INVESTOPEDIA

<https://www.investopedia.com/news/10-years-later-lessons-financial-crisis>

J. P. MORGAN

<https://www.jpmorgan.com/global/research/10-years-after-crisis>

THE NY TIMES

<https://krugman.blogs.nytimes.com/2015/06/06/why-am-i-a-keynesian/>

THE ECONOMIST

<https://www.economist.com/free-exchange/2013/11/26/a-keynes-for-all-seasons>

THE GUARDIAN

<https://www.theguardian.com/commentisfree/2018/sep/14/the-panel-lehman-brothers-ten-year-anniversary-financial-crash>

<https://www.theguardian.com/commentisfree/2016/apr/21/john-maynard-keynes-capitalism-us-economy>