



*Dipartimento*  
*ECONOMIA E MANAGEMENT*

*Cattedra*  
*STORIA DEL PENSIERO ECONOMICO*

*Washington Consensus e nuova critica economica  
dopo la crisi finanziaria del 2007-2008*

RELATORE  
**PROF. GIUSEPPE DI TARANTO**

CANDIDATO  
**STEFANO MUSSARDO**  
MATR. 184521

ANNO ACCADEMICO 2015-2016

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>3</b>
<b>1 DAL NEOLIBERISMO ALLA CRISI FINANZIARIA DEL 2007-2008</b> .....	<b>8</b>
<b>1.1 ORIGINE E AFFERMAZIONE DEL WASHINGTON CONSENSUS</b> .....	<b>8</b>
1.1.1 LE RADICI DEL PENSIERO NEOLIBERISTA .....	8
1.1.2 THATCHERISMO E REAGANISMO .....	11
1.1.3 FINANZIARIZZAZIONE DELL'ECONOMIA .....	14
1.1.4 WASHINGTON CONSENSUS .....	16
<b>1.2 LE CAUSE DELLA CRISI DEI SUBPRIME</b> .....	<b>19</b>
1.2.1 IL MERCATO IMMOBILIARE .....	19
1.2.2 LE CARTOLARIZZAZIONI .....	22
<b>1.3 LO SCOPPIO DELLA CRISI E I RIMEDI ADOTTATI</b> .....	<b>26</b>
1.3.1 IL RUOLO DELLE AGENZIE DI RATING .....	26
1.3.2 LE TAPPE DELLA CRISI .....	26
1.3.3 GLI INTERVENTI DI SOSTEGNO E IL PIANO PAULSON .....	27
<b>2 L'ANALISI DEGLI ECONOMISTI NEOLIBERISTI E NEOMONETARISTI</b> .....	<b>31</b>
<b>2.1 EUGENE FAMA E L'EFFICIENZA DEI MERCATI</b> .....	<b>31</b>
2.1.1 IL DIBATTITO SULLA TESI DI FAMA .....	34
<b>2.2 ROBERT LUCAS E LE ASPETTATIVE RAZIONALI</b> .....	<b>38</b>
2.2.1 LA NUOVA MACROECONOMIA CLASSICA .....	38
2.2.2 IN DIFESA DELLA TRISTE SCIENZA .....	43
<b>2.3 ALAN GREENSPAN E IL FALLIMENTO DEI MODELLI PREVISIVI</b> .....	<b>46</b>
<b>3 L'ANALISI DEGLI ECONOMISTI NEOKEYNESIANI E POST-KEYNESIANI</b> .....	<b>52</b>
<b>3.1 JOSEPH STIGLITZ E I FALLIMENTI DEL MERCATO</b> .....	<b>52</b>
<b>3.2 YANIS VAROUFAKIS E IL GRANDE MINOTAURO</b> .....	<b>58</b>
<b>3.3 UN PUNTO DI VISTA ALTERNATIVO: FRANCESCO SYLOS LABINI</b> .....	<b>65</b>
3.3.1 CRITICHE ALLA TEORIA MAINSTREAM .....	65
3.3.2 CONFRONTO CON LE SCIENZE NATURALI .....	70
<b>CONCLUSIONE</b> .....	<b>74</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>76</b>

## INTRODUZIONE

La disputa tra liberismo e keynesismo anima da molti decenni il mondo accademico con il confronto su temi centrali della politica economica come il ruolo dello Stato, la stabilità finanziaria, lo sviluppo economico e la regolamentazione dei mercati. Tale dibattito ha ripreso vigore a seguito della crisi finanziaria del 2007-2008, avvenuta dopo un lungo periodo di affermazione del neoliberismo e neomonetarismo quali teorie economiche *mainstream*, applicate attraverso una ampia *deregulation* del settore finanziario e convinte politiche di *laissez-faire*. Il fallimento dei modelli previsivi del pensiero *mainstream*, incapaci sia di anticipare la crisi sia di indicare strategie efficaci di uscita, è stato stigmatizzato dai sostenitori delle teorie neokeynesiane e post-keynesiane, favorevoli a un maggiore intervento pubblico nei meccanismi di regolazione dei mercati e nella correzione dei *trend* economici avversi.

Il presente elaborato si inserisce nel filone di discussione che vede la contrapposizione tra i due modelli, attraverso l'analisi delle criticità che le teorie neoliberiste del *Washington Consensus* hanno dovuto affrontare in seguito a questa crisi. La prima parte dell'elaborato è dedicata ad un excursus storico in merito al neoliberismo e la sua correlazione con la recente crisi finanziaria, e pone le basi per i temi affrontati nei capitoli seguenti. Nella seconda parte l'analisi viene approfondita da esponenti centrali di entrambe le correnti di pensiero, con un focus su temi portanti riguardo i modelli previsivi, l'efficienza dei mercati, e l'irrazionalità degli agenti economici. Quindi la presente tesi si pone l'obiettivo di svolgere indagini e approfondimenti sulla relazione esistente tra il neoliberismo e la crisi del 2007-2008, che possano stimolare nel lettore lo sviluppo di un pensiero critico, anche attraverso la ricognizione delle tesi di autori di scuole economiche differenti.

Il primo capitolo analizza le origini storiche e la successiva affermazione politica del pensiero *mainstream*, fino alla crisi finanziaria che ne mette in discussione i principi e le applicazioni. Passando in rassegna capisaldi del pensiero classico, da Adam Smith e David Ricardo, si arriva agli autori neoclassici che forniscono le fondamenta matematiche alle prime teorie liberiste con l'introduzione della perfetta razionalità degli individui. Le teorie contrapposte di J.M. Keynes, dimostrando i vantaggi degli interventi equilibratori dello Stato nell'economia, portarono all'affermazione delle politiche del New Deal e furono le basi della cosiddetta "età dell'oro del capitalismo", che durò da metà anni '40 fino ai primi anni '70. A

seguito del lungo periodo di stagflazione che attanagliò le economie industrializzate, negli anni '80 ritornò prepotentemente in auge il pensiero liberista nella riformulazione di F. von Hayek, volta a dimostrare l'asservimento della politica all'economia, e di M. Friedman, finalizzata alla lotta monetarista all'inflazione, alla riduzione del *welfare* e alla *deregulation*. Le applicazioni politiche del pensiero neolibera ebbero massima espressione con le amministrazioni Reagan e Thatcher che riuscirono a cambiare profondamente l'assetto economico dei rispettivi paesi; in particolare gli Stati Uniti entrarono in un'era di "grande moderazione", caratterizzata da crescita economica, piena occupazione e stabilità dei prezzi, che fece ritenere sconfitto il ciclo economico. Inoltre a partire dagli anni '90, tale visione, ormai divenuta *mainstream*, estese l'influenza anche a istituzioni internazionali quali il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale, che ne favorirono l'applicazione ai paesi in via di sviluppo che necessitavano di prestiti e investimenti esteri.

Le politiche di deregolamentazione dei mercati e in particolare l'abolizione nel 1999 del *Glass-Steagal Act*, caldeggiata dal presidente della Fed A. Greenspan, portò l'economia a una progressiva finanziarizzazione. L'eliminazione della norma favorì la concentrazione delle attività finanziaria in pochi istituti di enormi dimensioni, in quanto alle banche fu permesso di esercitare contemporaneamente, oltre alle attività tradizionali, anche quelle di banca d'investimento e di società di assicurazione, I manager di questi istituti si spinsero ad azioni sempre più rischiose nella convinzione che il governo non avrebbe permesso il loro fallimento (c.d. *too big to fail problem*). L'eliminazione del controllo federale diretto sulle banche d'investimento facilitò il boom dei prodotti finanziari derivati, che sestuplicarono il proprio valore teorico tra il 2000 e il 2007.

Le dimensioni gigantesche di alcuni istituti finanziari, unito all'esplosione degli strumenti derivati, portarono ad una destabilizzazione dei mercati e all'approssimarsi di una crisi sistemica. Tra le cause sottostanti la crisi del 2007-2008, trova massima evidenza la bolla immobiliare americana derivante da elevati valori di *loan-to-value* dei mutui ed eccessivo *leverage* nei bilanci degli istituti mutuatari. La cartolarizzazione degli mutui stessi portò a una sopravvalutazione dell'efficacia dei programmi di diversificazione dei rischi e a una simmetrica sottovalutazione del rischio sistemico. I presunti bassi livelli di rischiosità dei pacchetti di mutui e delle relative obbligazioni emesse, certificati dalle agenzie di rating spesso operanti in regime di conflitto di interessi, favorì lo sviluppo dei prodotti derivati associati ai finanziamenti immobiliari. Dopo lo scoppio della crisi, i primi interventi delle

autorità politiche e monetarie americane furono applicati caso per caso in modo non sempre coerente. Il *Trouble Asset Relief Program* di H. Paulson probabilmente evitò ulteriori scenari catastrofici sui mercati finanziari ma non riuscì a impedire che la crisi si propagasse all'economia reale.

Il secondo capitolo analizza le tesi di alcuni esponenti del pensiero neoliberista e neomonetarista, che nella maggior parte dei casi ribadiscono la validità dei propri assunti a dispetto di una crisi così inaspettata e severa. E. Fama, autore della *Efficient Market Hypothesis*, sottolinea come la *deregulation* sia necessaria, in quanto il mercato è intrinsecamente efficiente e non necessita né di vincoli, né di interventi statali. Come riportato in un'intervista, Fama afferma che la crisi finanziaria sarebbe durata solo poche settimane e poi i mercati sarebbero ripartiti, se non fossero stati attuati interventi di sostegno da parte del governo e delle autorità monetarie. Inoltre le bolle non sarebbero predicibili e individuabili se non a posteriori, quando la caduta dei corsi e la definitiva assenza di ripresa ne confermerebbero l'esistenza.

Per R. Lucas, in sintonia con le teorie di Fama, gli individui sono efficienti nelle proprie scelte economiche, in quanto tengono conto di tutte le informazioni disponibili, non solo quelle provenienti dal mercato ma anche quelle derivanti da potenziali o reali manovre di politica economica, alle quali si adatteranno razionalmente. Paradossalmente, le uniche manovre efficaci sarebbero quelle in grado di spiazzare le aspettative degli individui basate, in questo caso, su informazioni imperfette. Di conseguenza, in caso di crisi, l'economia dovrebbe essere in grado di rimettersi autonomamente in carreggiata e quando questo, nella realtà dei fatti, non è avvenuto, Lucas accusò le politiche eccessivamente interventiste dell'amministrazione Obama.

In parziale discordanza sulla fiducia riposta da Lucas nella razionalità degli individui, A. Greenspan, presidente della Fed e strenuo sostenitore delle politiche di *deregulation*, attribuì le responsabilità della crisi all'eccesso di azioni azzardate da parte dei manager degli istituti finanziari, che hanno portato a elevatissimi valori di *leverage*. Inoltre, nella sua visione, i modelli previsivi sono falliti a causa di comportamenti puramente irrazionali degli individui, che si palesano nei cosiddetti "spiriti animali del mercato" e non sono catalogabili in un'ottica matematica.

Nel terzo capitolo, si approfondiscono le analisi di alcuni economisti di corrente neokeynesiana e post-keynesiana, finalizzate a smascherare le contraddizioni di una teoria, quella neoliberista, tanto accurata da un punto di vista teorico-matematico quanto fragile di fronte alla realtà dei fatti. J. Stiglitz critica la teoria sull'efficienza dei mercati contestando le ipotesi eccessivamente restrittive e non realistiche su cui si fonda, in particolare per ciò che riguarda la libera diffusione di informazioni. Nella realtà, le situazioni di equilibrio raggiunte dai mercati sono di “*second best*”, in quanto l'informazione relativa ai mercati è costosa e non consente quindi la massimizzazione dell'efficienza. In aggiunta, due meccanismi presenti sui mercati contribuiscono a smantellare le ipotesi di autonomia dei mercati: la teoria dell'agenzia, che si verifica con il sistematico disallineamento di obiettivi tra i manager degli istituti finanziari (conseguimento di incentivi sui risultati di breve periodo) e gli altri *stakeholder*, e l'esternalità, che si verifica quando operazioni tra due soggetti di mercato inducono costi o benefici per un terzo soggetto che non vi partecipa. Stiglitz vede con chiarezza il ricorrere di condizioni di esternalità nel mercato finanziario attuale, sempre più intrecciato e centrale per l'economia, con il risultato che il fallimento di un grande istituto può trascinare nel baratro l'intero sistema. Per l'autore, i mercati non sono realmente efficienti e lo Stato ha un ruolo da svolgere nella regolamentazione dei mercati con l'obiettivo di impedire o contrastare l'insorgere delle crisi.

Y. Varoufakis divide in due parti il corso storico che ha condotto alla crisi. Il primo va dagli accordi di Bretton Woods del 1944 fino alla fine degli anni '70, periodo in cui le economie dell'Europa e dell'Asia garantivano il riciclo del surplus statale e commerciale americano (*Global Plan*). La stagflazione degli anni '70 ha invertito questa tendenza e ha segnato la fine del *Global Plan*, sostituito da un nuovo meccanismo di riciclo del surplus mondiale (*Global Minotaur*), basato sul finanziamento del deficit governativo e commerciale americano con flussi di denaro proveniente dalle economie europee e asiatiche. Nel pieno del suo vigore, il *Global Minotaur* attirava su Wall Street investimenti esteri al ritmo di 3-5 miliardi al giorno, alimentando una progressiva finanziarizzazione dell'economia e il boom di investimenti sui prodotti derivati, che a loro volta hanno determinato un'enorme fragilità del mercato finanziario nel suo complesso.

F. Sylos Labini ritiene che l'egemonia culturale espressa negli ultimi decenni dalla visione neoliberista sia di per sé un problema. Grazie alle fondamenta matematiche che gli davano un manto di depoliticizzazione e obiettività, il pensiero neoliberista si è affermato come

unica dottrina dominante; pertanto, l'insorgere imprevisto della crisi, ha lasciato tutti sgomenti e privi di modelli alternativi con cui confrontarsi.

Secondo Sylos Labini, gli economisti *mainstream* commettono l'errore di paragonare l'economia a una scienza esatta, quale ad esempio la fisica, considerando la propria teoria un dogma, nonostante la sostanziale assenza di riscontri dal punto di vista empirico. Al contrario, è necessario considerare l'economia quale scienza sociale, non basata su assiomi immutabili ma sullo studio di una società che è in continua evoluzione.

# **1 DAL NEOLIBERISMO ALLA CRISI FINANZIARIA DEL 2007-2008**

## **1.1 ORIGINE E AFFERMAZIONE DEL WASHINGTON CONSENSUS**

### **1.1.1 LE RADICI DEL PENSIERO NEOLIBERISTA**

Per liberalismo economico o liberismo si intende quel vasto indirizzo teorico che intravede nella libera manifestazione dei comportamenti economici individuali, e quindi nell'astensione dello Stato da politiche attive, la condizione ottimale per il funzionamento del sistema economico. Alla base di questa concezione vi sono due ipotesi fondamentali: in primo luogo, che l'individuo sia sempre in grado di assumere le decisioni più consone al perseguimento dei propri fini economici; in secondo luogo, che l'interazione di questi comportamenti individuali ottimi dia origine a uno stato di massimo benessere collettivo. Come nella società politica, anche nell'ambito economico l'elemento centrale è l'individuo e l'armonizzazione delle azioni e dei fini individuali avviene attraverso una entità imparziale – il mercato – che assicura la razionalità del sistema complessivo.

All'interno di questo meccanismo, l'astensione dello Stato da forme di intervento non sempre assume il significato di assenza totale di politiche. Lo Stato, nelle versioni più "moderate" del liberismo, può prevenire eventuali distorsioni del mercato stesso; soprattutto può impedire che alcuni soggetti detengano un potere di mercato – per esempio attraverso monopoli o cartelli – che consenta loro di condizionarne autonomamente il comportamento. La definizione del ruolo dello Stato quale garante dell'imparzialità e dell'anonimità del mercato equivale a delimitare l'intervento all'aspetto formale, e non sostanziale, dell'attività economica, cioè al quadro entro cui tale attività si svolge e non ai contenuti della stessa.

Nei primi economisti di impronta liberale, questo atteggiamento ha origine nella concezione giusnaturalistica di un ordine naturale e oggettivo dei processi economici. Già la scuola fisiocratica francese pone l'accento sull'esistenza di leggi economiche razionali e oggettive, indipendentemente dall'azione umana, giudicando economicamente dannosa ogni restrizione posta autoritativamente all'operare di tali leggi. Questa idea si sviluppa nell'impostazione dell'opera dell'economista inglese Adam Smith (*La ricchezza delle nazioni*, 1776); il meccanismo della cosiddetta "mano invisibile", nell'interpretazione dei sostenitori del pensiero neoliberista, assicurerebbe che dall'aspirazione al vantaggio



individuale discenda il benessere collettivo<sup>1</sup>. Inoltre Smith condusse una severa polemica contro le politiche protezionistiche: la libera concorrenza deve essere estesa a ogni attività commerciale – all’interno quanto all’esterno – per garantire i vantaggi della divisione del lavoro e di una maggiore economicità delle merci. Un altro economista inglese, David Ricardo (*On the Principles of Political Economy and Taxation*, 1817), attraverso il teorema dei vantaggi comparati dimostrò con argomentazioni scientifiche la necessità di abolire i dazi e sviluppare il libero commercio.

Il progressivo influsso nella scienza economica delle teorie utilitaristiche di J. Bentham contribuisce a una riformulazione, nella seconda metà del XIX secolo, dei principi teorici che sottostanno a un sistema di libero scambio. Per gli economisti di scuola neoclassica, la preferenza per il *laissez-faire* non risale tanto a un fondamento sociale ed etico implicito delle azioni economiche individuali, bensì alla constatazione che tale sistema rispetta criteri di efficienza e razionalità, definibili oggettivamente, al di fuori da ogni connotazione etica. È il postulato di razionalità degli individui ad assicurare che essi massimizzino in ogni istante la propria utilità, distribuendo le proprie risorse nel modo più efficiente possibile. Gli stati di ottimo collettivo, che si realizzano attraverso l’attività di scambio nel mercato, non sono più individuati nei termini vaghi di massima felicità per il maggior numero di persone, ma con un criterio assoluto.

La critica di J.M. Keynes al sistema neoclassico sarà rivolta proprio all’idea che gli automatismi di un mercato concorrenziale possano condurre ad un equilibrio caratterizzato dalla piena utilizzazione delle risorse disponibili. Le difficoltà con cui il sistema economico raggiunge il pieno impiego conduce Keynes a sostenere una consistente estensione dell’intervento equilibratore dello Stato, al fine di elevare, qualora sia necessario, il livello di domanda e quindi di attività dell’economia: i principi liberali dell’iniziativa individuale e della libertà economica possono essere salvaguardati solo liberando il sistema capitalistico dalle crisi cui esso è soggetto. L’applicazione politica delle idee keynesiane ha ispirato prima la riforma del *New Deal* – attuata dal presidente Roosevelt in seguito alla crisi del ’29 – e, successivamente a Bretton Woods, quella che alcuni economisti chiamarono “l’età dell’oro

---

<sup>1</sup> Smith tuttavia, che parlò di “mano invisibile” solo tre volte nel corso dei suoi lavori, non arrivò a fondare le motivazioni dell’agire umano su comportamenti egoistici ma restò fermo nel ritenere, nella “Teoria dei sentimenti morali”, che l’uomo è mosso dalla morale della “simpatia” che lo induce a mettersi costantemente nei panni altrui. Per approfondimenti, Roncaglia A. “*Il mito della mano invisibile*”, Laterza, 2005

del capitalismo” (1945-1975). Difatti nei tre decenni seguenti la seconda guerra mondiale, prevalentemente nell’Europa Occidentale ci furono alti tassi di crescita, un generalizzato incremento delle nascite (*baby boom*), un rapido sviluppo tecnologico e una diffusione sempre maggiore di politiche di welfare. Questa età dell’oro del capitalismo ebbe una battuta d’arresto con la severa crisi economica che distinse gli anni ’70. In risposta a calamità senza precedenti come gli shock petroliferi, si quadruplicò il prezzo del petrolio e questo portò simultaneamente sia ad una inflazione galoppante, sia ad una crescente disoccupazione (stagflazione). Di conseguenza una nuova schiera di liberisti cercò una via d’uscita recuperando la vecchia dottrina del liberismo classico e introducendo le nuove condizioni della globalizzazione.

Se alcuni economisti di ideologia dichiaratamente liberale concordarono con le critiche poste da Keynes – come per esempio W. Beveridge – altri quali F. Von Hayek e M. Friedman hanno insistito, negli ultimi decenni, su una rigorosa difesa del libero mercato attribuendo all’intervento dello Stato la responsabilità delle tensioni inflazionistiche registrate nelle economie occidentali. Specificamente, nelle opere di Friedman si considera una critica all’inefficienza e alle degenerazioni del moderno Stato assistenziale, per riproporre un drastico ritorno all’iniziativa privata e alla concorrenza anche nei settori generalmente affidati, nelle economie avanzate, alla gestione pubblica.

Quindi il neoliberismo è un concetto piuttosto ampio che si riferisce ad un modello economico o “paradigma” che salì alla ribalta intorno agli anni ’80. Costruita sull’ideale liberista del mercato auto-regolatore, il neoliberismo si suddivide in diversi filoni e variazioni. Si può trovare la prima formulazione sistematica dei suoi principi economici nella “*Mont Pelerin Society*”. Fondata nel 1947 da Friedrich August Von Hayek, un membro molto influente della Scuola Austriaca, questa società cercava di far rivivere il liberismo classico nel tentativo di contrastare la dominanza delle idee keynesiane. Hayek credeva nella capacità del libero mercato di autoregolarsi, quindi la libertà economica non doveva essere mai subordinata alla libertà politica e confinata nella ristretta sfera della produzione materiale; anzi doveva essere una forza che modellasse tutti gli altri aspetti di una società libera e aperta.

Questi principi influenzarono grandemente l’economista americano Milton Friedman, vincitore del premio Nobel nel 1976. Il carismatico leader della “*Chicago School of*

*Economics*” ebbe un ruolo molto importante nel guidare il movimento neoliberista da una sparuta minoranza negli anni '50 fino a diventare il pensiero *mainstream* circa 30 anni dopo. Ponendo l'inflazione come la conseguenza economica più pericolosa dell'interferenza statale – come il controllo dei prezzi imposti da governi di stampo keynesiano per garantire alle classi meno agiate di avere accesso ai prodotti di base – Friedman sviluppò la sua teoria monetarista. Essa si basa sull'assunto che solo un libero mercato autoregolato possa permettere di determinare la giusta quantità di beni da produrre ad un prezzo corretto e pagando i lavoratori ad un salario determinato in base al principio della domanda e dell'offerta. Dagli inizi degli anni '80, i monetaristi come Friedman insistettero molto sulla necessità che le banche centrali debbano perseguire politiche anti-inflazionistiche che mantengano la quantità di domanda e offerta di moneta in equilibrio. Questo obiettivo doveva avere una priorità maggiore anche sulle politiche fiscali basate sulla tassazione e la redistribuzione del reddito.

La rivoluzione neoliberista venne abbracciata in prima istanza dalle amministrazioni Reagan e Thatcher, a partire dagli anni Ottanta. Il primo ministro britannico incontrò Von Hayek, dopo aver letto la sua opera “La società libera” e rimase persuasa delle analisi e delle teorie della Scuola Austriaca. Similmente il presidente degli Stati Uniti si lasciò influenzare notevolmente dalle teorie della Chicago School e appoggiò la dottrina profondamente anti-inflazionista di Paul Volcker, presidente della Federal Reserve.

Reagan tagliò gli interventi assistenziali e promosse la libera impresa, cercando in tal modo di ridurre il peso dello Stato nell'economia. Similmente, il “thatcherismo” basò la sua politica sulla negazione degli assunti keynesiani e dello Stato sociale; l'obiettivo era la riduzione della pressione fiscale, ottenuta limitando il deficit di bilancio e la spesa pubblica complessiva. Il nemico era «una moda socialista durata trent'anni durante i quali si è guardato al governo per risolvere i problemi e dirigere l'economia»<sup>2</sup>.

### 1.1.2 THATCHERISMO E REAGANISMO

Guidata dagli imperativi monetaristi, la Thatcher promosse riforme riguardanti riduzione delle tasse, liberalizzazione riguardante i tassi di cambio, riduzione della regolamentazione,

---

<sup>2</sup> Cazzola G., *Liberal*, n. 25, Agosto-Settembre 2004

privatizzazione delle industrie nazionali e un drastico ridimensionamento dei poteri dei sindacati.

Nel pensiero thatcheriano non c'era posto per politiche di sussidio statale e aiuti ai meno abbienti: tutti i cittadini, di qualsiasi livello sociale, dovevano farcela con le proprie forze, grazie a politiche tese a favorire le imprese private e il capitalismo. Era la celebrazione del mito del *self-made man*, che deve il suo successo sociale esclusivamente ai propri meriti e alle proprie ambizioni. La sua personale ascesa sociale era un esempio per tutti: proveniente dalla *lower middle class*, nel corso degli anni la Thatcher riuscì a scalare con determinazione i livelli sociali e a far parte stabilmente delle *elites* di governo.

Nella strenua lotta al deficit, la Thatcher mirò a scardinare l'influenza del pensiero "beveridgiano", che teorizzava la tutela statale del cittadino «dalla culla alla tomba» e conseguentemente operò un deciso taglio delle politiche sociali keynesiane<sup>3</sup>.

Concetto cardine di questa ricetta neoliberista rimane la privatizzazione. Iniziata in realtà dalla Lady di Ferro come una serie di provvedimenti ad hoc per rifocillare le casse dello Stato, diventò ben presto il pilastro della "svolta thatcheriana". Le privatizzazioni divennero un obiettivo quasi ideologico, da attuare su larga scala e senza tentennamenti, e costituirono il fulcro del dibattito politico-economico mondiale. La trasformazione fu vasta e interessò gran parte delle partecipazioni statali britanniche. Come sottolinea la rivista *Liberal*, «nel 1992 circa due terzi delle industrie statali britanniche erano passati in mani private. Nell'insieme erano state denazionalizzate 46 grandi imprese con 900 mila dipendenti. Lo Stato aveva incassato più di trenta miliardi di dollari. Il numero degli azionisti era triplicato, raggiungendo il numero di nove milioni, pari al 20% della popolazione adulta»<sup>4</sup>.

Tra gli obiettivi politici dei governi Thatcher, vi era quello di contenere il potere della *working class* e favorire lo sviluppo della *upper middle class*; le teorie neoliberiste erano funzionali al perseguimento di tali obiettivi e trovarono applicazione nelle manovre di privatizzazione e terziarizzazione dell'economia. La conseguente deindustrializzazione del

---

<sup>3</sup> Non sempre questo fu possibile dato che determinati servizi erano ormai troppo radicati nella società per essere toccati dal governo. Un esempio è l'assegno familiare che forniva assistenza a tutte le lavoratrici madri indipendentemente dalle loro possibilità economiche.

<sup>4</sup> Cazzola G., *Liberal*, n. 25, Agosto-Settembre 2004

paese provocò, negli anni Ottanta, pesanti scontri sociali che infiammarono la Gran Bretagna per un lungo periodo.

A differenza della Thatcher che spaccò la già logorata società inglese, le politiche di Reagan furono accolte in maniera quasi sempre positiva e il suo rilancio morale della potenza americana servì da buon collante a livello sociale.

Il nemico da combattere era l'inflazione, considerato il più importante impedimento alla crescita economica; il principale strumento di lotta fu il monetarismo, che fu applicato – grazie all'appoggio del Presidente della Fed Paul Volcker – controllando direttamente la quantità reale di moneta immessa nel sistema economico dalla Banca Centrale. I tassi di interesse, che seguivano l'andamento dell'offerta di moneta, salirono considerevolmente. Questo innalzamento dei tassi fu un prezzo molto alto per gli americani appartenenti alla classe media o meno agiata che trovarono interessi esorbitanti per prestiti privati o mutui impedendone di fatto l'erogazione. Inoltre la conseguente maggiore instabilità dei tassi d'interesse statunitensi, trasmettendosi sui mercati finanziari internazionali e sui mercati valutari, ebbe come risultato sia l'instabilità economica sia l'incremento della domanda dei derivati utilizzati per la copertura dei rischi e anche a fini speculativi.

La lotta all'inflazione, condotta in modo ostinato da Reagan e Volcker nonostante le forti proteste, durò circa tre anni. L'obiettivo fu raggiunto nell'estate del 1982, quando l'inflazione scese sotto la soglia del 4%; iniziò da allora un lungo periodo caratterizzato stabilmente da bassi tassi di inflazione, dei quali beneficiò la successiva amministrazione Clinton.

Sostenitore della necessità di ridurre il livello di tassazione per stimolare i consumi, Reagan portò l'aliquota massima al 28%; anche se, contemporaneamente, fu allargata la base imponibile e furono tagliate molte deduzioni e detrazioni. Secondo la sua convinzione, tasse più basse avrebbero promosso una maggiore crescita, che, a sua volta, avrebbe generato automaticamente entrate sufficienti tali da coprire la spesa attuale per i programmi pubblici. La manovra, al contrario, peggiorò considerevolmente il deficit annuale, portando il debito pubblico in otto anni da 995 miliardi di dollari a 29 mila miliardi di dollari.

Reagan condivideva l'idea che una amministrazione decentralizzata fosse meglio in termini di efficienza e efficacia secondo il motto "*less is more*". Di conseguenza Reagan trasferì parte del potere regolatorio agli Stati e deregolamentò settori chiave come quello

bancario, della comunicazione e del trasporto. Queste misure neoliberiste portarono a fusioni, acquisizioni e operazioni di *leverage buyout* che interessarono anche le più grandi società a livello nazionale.

Nelle parole di Milton Friedman, Reagan (condividendo il merito con la Thatcher) «bloccò il socialismo galoppante che ormai caratterizzava il dibattito politico economico e sociale»<sup>5</sup>. Nel frattempo ci fu anche il collasso dell'Unione Sovietica che portò alla conferma delle credenze della superiorità del libero mercato e del sistema politico liberaldemocratico.

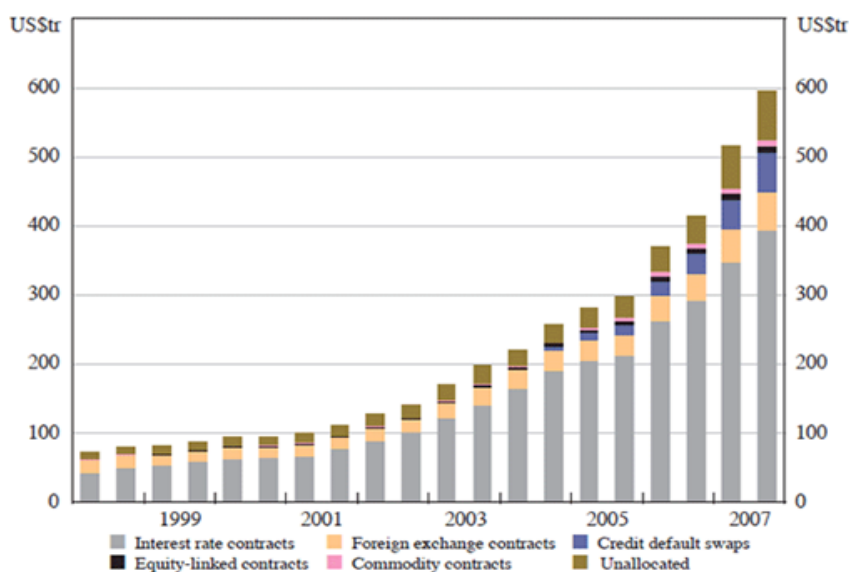
### 1.1.3 FINANZIARIZZAZIONE DELL'ECONOMIA

Questa svolta neoliberista, basata su una forte deregolamentazione, ha dato l'avvio alla cosiddetta "finanziarizzazione dell'economia", ovvero una crescita accelerata del sistema finanziario. Nonostante la crisi delle casse di risparmio e un crollo di borsa nel 1987, il processo continuò con la nascita e l'esplosione degli *hedge funds*, attivi soprattutto nel settore della finanza derivata; nel 1990 ne erano presenti 610 con 39 miliardi di dollari in gestione, nel 2006 il numero salì a 9462, con un patrimonio di 1.5 trilioni di dollari. Questi fondi speculativi operano con una leva finanziaria (rapporto tra attivo e fondi propri) estremamente elevata con la possibilità di guadagni (o perdite) decisamente considerevole. Questi sviluppi erano stati resi possibili dalla liberalizzazione delle attività finanziarie portate a compimento dal *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999, sotto la presidenza Clinton e sostenuta per anni dal presidente della Federal Reserve Bank, Alan Greenspan. Questo decreto aboliva il *Glass-Steagall Act* del 1933, che aveva fino a quel momento tenuto distinti – e in capo a istituti differenti – i ruoli tra società di assicurazioni, banche di investimento, banche di deposito, società per lo scambio di prodotti finanziari. Come effetto diretto, le banche iniziarono ad operare sui mercati per conto proprio oltre che per conto della clientela (*proprietary trading*); inoltre, fu abolito il controllo federale diretto sulle banche di investimento. Il risultato fu la rapida crescita dei prodotti derivati, il cui valore teorico sestuplicò tra il 2000 e il 2007.

---

<sup>5</sup> Cfr. episodio "The Failure of Socialism" della serie televisiva "Friedman Friday: Free to choose" by Milton Friedman, 1990

**Fig. 1: Volume di derivati in circolazione al loro valore nominale**



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali (BIS)

Già dalla fine del 2005 il valore teorico dei derivati creditizi era pari a oltre dieci volte il prodotto lordo mondiale ed oltre tre volte il totale di tutti gli strumenti finanziari. Occorre sottolineare, inoltre, che i problemi scaturivano non solo e non tanto dalla tumultuosa crescita quantitativa del settore finanziario, di cui i derivati costituiscono solo una parte, quanto soprattutto dall'espansione incontrollata della sua componente puramente speculativa.

Di fronte a una finanziarizzazione così spinta dell'economia, sembra appropriato il commento di Keynes: “gli speculatori possono non causare alcun male, come bolle d'aria in una corrente continua di intraprendenza (*enterprise*), ma la situazione è seria quando è l'intraprendenza a diventare la bolla d'aria in un vortice di speculazione. Quando lo sviluppo del capitale di un paese diventa un sottoprodotto delle attività di un casinò da gioco è probabile che vi sia qualcosa che non va bene”<sup>6</sup>. Difatti l'ottica degli investitori finanziari è di brevissimo periodo (massimizzazione del valore delle attività nell'immediato), mentre quella degli imprenditori è di lungo periodo, soprattutto per quel che riguarda le scelte sugli investimenti, nuovi impianti e nuove tecnologie, cioè l'aspetto decisivo per lo sviluppo delle imprese stesse e dell'economia reale.

Le misure di liberalizzazione dei mercati finanziari favorirono la concentrazione delle attività in pochi istituti di enormi dimensioni, che producevano e scambiavano prodotti

<sup>6</sup> Keynes J.M. trad. it., *Occupazione, interesse e moneta. Teoria generale*, Utet, Torino, 1963 pag. p. 139

finanziari di ogni genere. La presenza di questi colossi dell'industria finanziaria costituiva un rischio per l'intero sistema economico mondiale, in quanto l'eventuale insolvenza di uno di questi attori avrebbe provocato gravi ripercussioni sui mercati. In più, i manager di questi istituti si spinsero ad azioni sempre più rischiose nella convinzione che il governo non avrebbe permesso il loro fallimento; infatti non sarebbe stata possibile né l'uscita rovinosa dal mercato di uno di questi soggetti, né la sua nazionalizzazione, troppo onerosa per il bilancio pubblico. L'unica azione possibile sarebbe stata il parziale ripianamento delle perdite con soldi pubblici, senza conseguenze sul piano della proprietà e della gestione privata dell'istituto.

In conclusione se la deregolamentazione, avviata da Reagan e Thatcher e giunta al traguardo vent'anni dopo con il *Gramm-Leach-Bliley Act*, ha prodotto una crescita abnorme della finanza, ciò non significa che le regole fossero del tutto assenti; il problema è che erano squilibrate – hanno riguardato soprattutto le banche commerciali e in misura assai minore le altre istituzioni finanziarie – e insufficienti a far fronte ai rischi di una “crisi sistemica” che coinvolgesse l'intero settore finanziario e a seguire il settore reale dell'economia.

#### 1.1.4 WASHINGTON CONSENSUS

Dagli anni '90 la visione neoliberista riuscì a influenzare anche le più alte sfere delle istituzioni economiche internazionali come il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale e permise di esportare il cosiddetto “Washington Consensus” in diverse parti del mondo. Questo termine, spesso utilizzato come sinonimo del neoliberismo, fu coniato nel 1989 dall'economista John Williamson riferendosi al “minimo comune denominatore” di direttive di politica economica rivolto ai paesi in via di sviluppo da parte delle istituzioni citate in precedenza. In cambio di prestiti e ristrutturazione dei debiti, i governi di tali paesi dovevano aderire ad un programma di dieci punti:

1. Una politica fiscale molto disciplinata volta a evitare forti deficit fiscali rispetto al prodotto interno lordo
2. Il riaggiustamento della spesa pubblica verso interventi mirati: si raccomanda di limitare "i sussidi indiscriminati" e di favorire invece interventi a sostegno della crescita e delle fasce più deboli, come le spese per l'istruzione di base, per la sanità di base e per lo sviluppo di infrastrutture



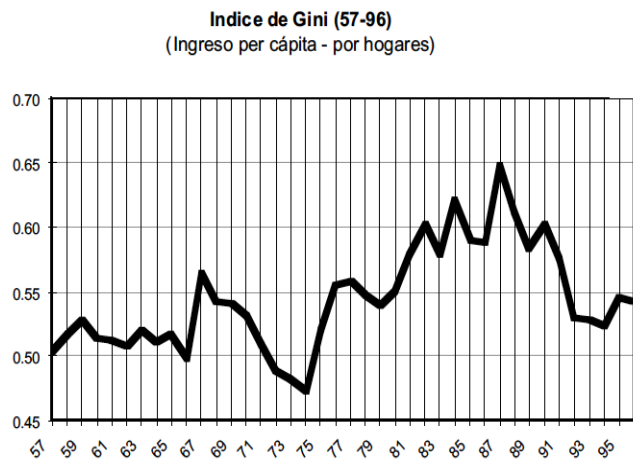
3. Riforma del sistema tributario, volta all'allargamento della base fiscale e all'abbassamento dell'aliquota marginale
4. Liberalizzazione dei tassi d'interesse
5. Tasso di cambio competitivo della moneta locale
6. Liberalizzazione del commercio e delle importazioni, in particolare con la soppressione delle restrizioni quantitative e con il mantenimento dei dazi ad un livello basso e uniforme
7. Apertura e liberalizzazione degli investimenti provenienti dall'estero
8. Privatizzazione delle aziende statali
9. Deregolamentazione: abolizione delle regole che impediscono l'entrata nel mercato o che limitano la competitività, eccetto per quel che riguarda le condizioni di sicurezza, di tutela dell'ambiente e di tutela del consumatore
10. Tutela del diritto di proprietà privata.

Vale la pena ricordare il caso del Cile di Augusto Pinochet, un generale dell'esercito che prese il potere con un sanguinoso colpo di stato l'11 settembre 1973. Egli, consigliato da alcuni esponenti della scuola di Chicago, promosse un'immediata deregolamentazione ed un'estensiva privatizzazione, oltre che un taglio profondo al welfare e un controllo più invasivo dei prezzi per mantenere sotto controllo l'inflazione crescente del Paese. Con metodi repressivi Pinochet rimase al potere per vent'anni e durante questo periodo, l'economia cilena si stabilizzò in termini di inflazione e di tasso di crescita del PIL, ma la classe media e quella meno abbiente perse terreno in quanto la disuguaglianza crebbe vertiginosamente. Il 10% più ricco del paese beneficiò più di tutti delle riforme neoliberiste dato che le loro entrate quasi raddoppiarono. Ancora oggi il Cile è uno tra i 15 paesi più ineguali al mondo.<sup>7</sup>

---

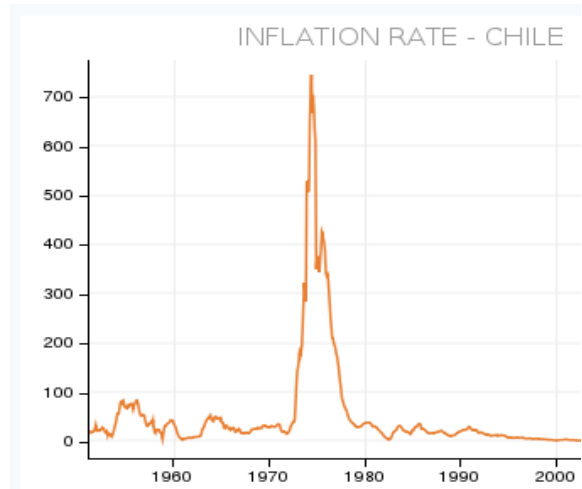
<sup>7</sup> Per approfondimenti, Gilbert A., *Power, Ideology and the Washington Consensus: The Development and Spread of Chilean Housing Policy*, Housing Studies, 2002

**Fig. 2: Índice de desigualdad de Gini (Chile)**



Fonte: Contreras, D. (1999). *Distribución del ingreso en Chile. Nueve hechos y algunos mitos. Perspectivas*

**Fig. 3: Tasso di inflazione (Chile)**



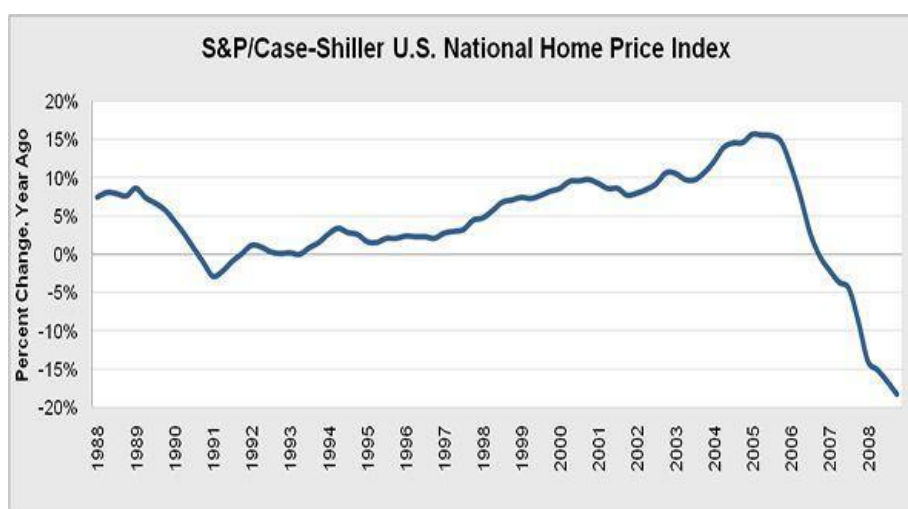
Fonte: Quandl database

## 1.2 LE CAUSE DELLA CRISI DEI SUBPRIME

### 1.2.1 IL MERCATO IMMOBILIARE

L'origine immediata della crisi, com'è noto, si riconduce alle vicende del mercato immobiliare americano. A partire dal 2000, fino a metà 2006, il prezzo delle abitazioni USA crebbe moltissimo (15% in media l'anno), creando una cosiddetta "bolla immobiliare".

**Fig. 4: Variazione percentuale del prezzo delle case negli USA**

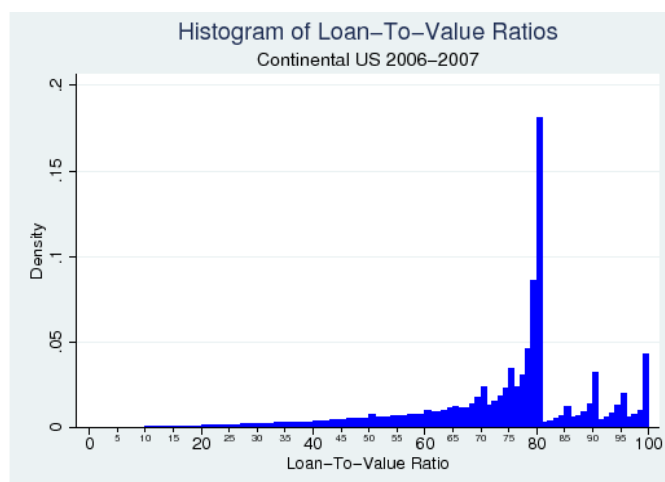


Fonte: Standard & Poors

Il continuo aumento dei prezzi delle case favoriva le istituzioni che concedevano i mutui, rendendo l'attività conveniente e poco rischiosa. Infatti, prevedendo un continuo aumento dei prezzi delle case, chi concedeva un mutuo non si chiedeva se il mutuatario potesse veramente ripagare le rate. Anzi, in caso di mancato pagamento, la banca poteva prendersi la casa e rivenderla ad un prezzo più alto dell'ammontare del mutuo concesso.

Per i mutui immobiliari, le banche si proteggono dal rischio di insolvenza della controparte attraverso la garanzia ipotecaria di valore proporzionato al prestito concesso. Il sistema bancario americano, già tradizionalmente caratterizzato da percentuali "loan to value" (importo del prestito rapportato al valore dell'immobile) molto elevate, negli anni precedenti la crisi arrivò a concedere mutui anche al 100% del valore dell'immobile.

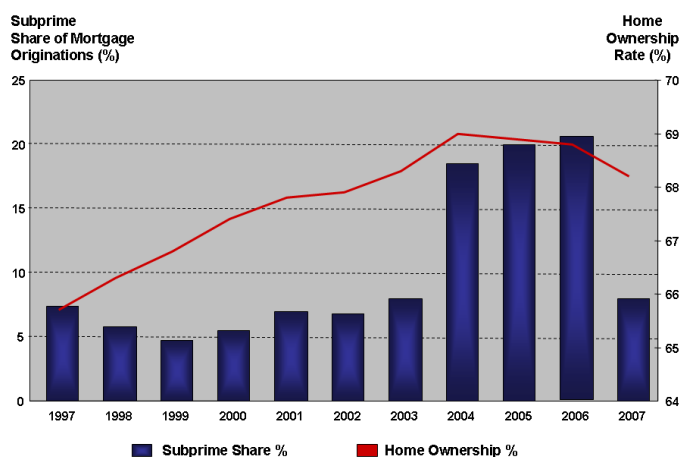
**Fig. 5: Densità Loan-to-Value 2006-2007 negli USA**



Fonte: Federal Reserve - Finance and Economics Discussion Series 2012

In molti casi, furono concessi mutui a anche a persone con reddito basso o incerto (i cosiddetti *sub-prime*), per le quali si sapeva in partenza che sarebbero stati necessari nuovi prestiti per permettere di pagare le rate del mutuo. I mutuatari infatti confidavano nella possibilità di poter ricevere nuovi finanziamenti negli anni a venire, certi che i prezzi degli immobili sarebbero continuati a crescere; gli istituti di credito, pur consapevoli della fragilità del meccanismo, lo assecondavano con l'obiettivo di incrementare il giro di affari complessivo. Nei momenti di massima espansione di tale bolla speculativa, le banche arrivarono ad offrire prestiti anche a mutuatari decisamente impresentabili (i cosiddetti prestiti *ninja – no income, no job, no assets*) offerti a mutuatari senza lavoro, senza reddito e senza proprietà da offrire in garanzia.

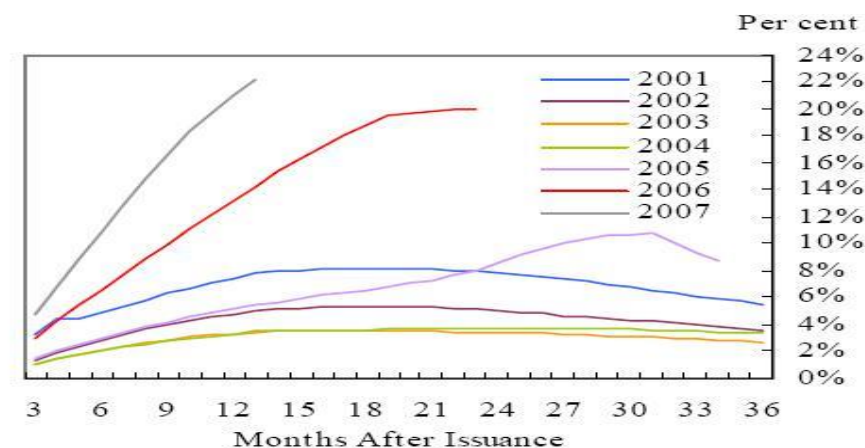
**Fig. 6: Percentuale di prestiti subprime negli USA e tasso di proprietà delle abitazioni**



Fonte: US Census Bureaus; Harvard University - State of the Nation's Housing Report 2008

Molti mutui immobiliari erano stati concessi con un tasso d'interesse variabile; quando, negli ultimi mesi del 2006 e nei primi del 2007, i tassi d'interesse aumentarono, le rate da pagare divennero più onerose mettendo in difficoltà un numero crescente di soggetti. Il tasso di morosità salì, anche per la crescente consistenza dei mutui *subprime*, e il numero di nuovi mutui si contrasse. Di conseguenza, la domanda sul mercato immobiliare si ridusse proprio mentre giungevano sul mercato molti nuovi alloggi la cui costruzione era stata avviata nella fase di espansione del settore. I prezzi delle case iniziarono a scendere e il fenomeno fu accentuato dall'aumento delle sofferenze sui prestiti immobiliari che obbligarono gli istituti a mettere in vendita gli immobili concessi in garanzia.

**Fig. 7: Percentuale di default sui mutui sub-prime negli Stati Uniti, per anno di inizio del prestito**



Source: Moody's Investors Service.

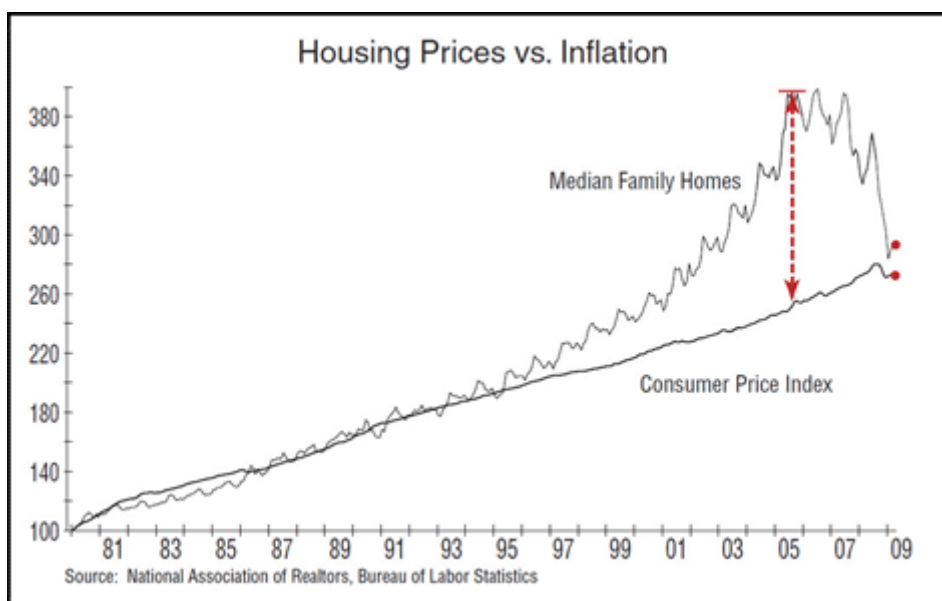
Fonte: Moody's

L'aumento dei prezzi delle abitazioni era stato anche l'effetto di un lungo periodo di tassi di interesse estremamente bassi che avevano reso molto conveniente contrarre un prestito per comprare casa, soprattutto se si credeva, come allora, che la bolla potesse continuare. Già Irving Fisher nel 1933 aveva notato, riesaminando la Grande Depressione, che: "La moneta a buon mercato è la causa principale dell'eccesso di indebitamento. Quando si ritiene di poter ricavare oltre il 100 per cento annualmente, prendendo a prestito al 6 per cento, si è tentati di contrarre debiti ed investire la moneta ottenuta, ovvero usarla a scopo di speculazione".<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Fisher I., *The debt-deflation theory of great depressions*, *Econometrica*, October 1933

La Fed mantenne i tassi di interesse bassi per un lungo periodo in quanto anche l'inflazione era bassa. I prezzi delle case stavano aumentando molto velocemente, ma questi prezzi non erano computati direttamente nell'indice utilizzato per calcolare l'inflazione. Quello che si considerava era il costo dell'affitto di una casa, e questo non aumentò così velocemente come i prezzi delle case e, comunque, non abbastanza velocemente da modificare significativamente l'indice dei prezzi al consumo.

**Fig. 8: Andamento del prezzo delle case negli USA in rapporto all'indice dei prezzi al consumo**



Fonte: US Bureau of Labour Statistics

### 1.2.2 LE CARTOLARIZZAZIONI

Grazie alla liberalizzazione dei mercati finanziari, gli istituti specializzati nei mutui immobiliari svilupparono tecniche innovative di *bundling*, attraverso le quali impacchettavano mutui a diverso profilo di rischio e cedevano poi tali pacchetti a società create appositamente (SIV, *Special Investment Vehicles*). Le SIV svilupparono nuovi prodotti obbligazionari (MBS, *Mortgage Backed Securities* e più in generale CDO, *Collateral Debt Obligations*) garantiti dai mutui ipotecari registrati nel proprio attivo, acquisendo liquidità che veniva riversata agli istituti come controvalore per il pagamento dei mutui stessi.

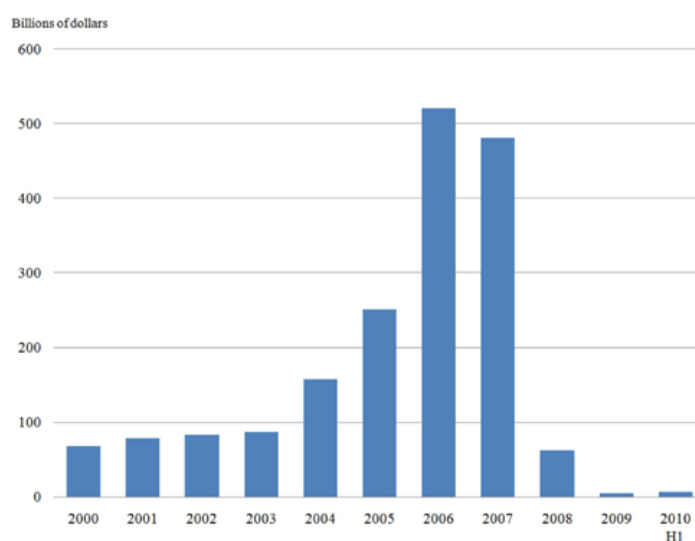
I sottoscrittori delle obbligazioni sono creditori non dell'istituto di credito originario ma delle SIV e hanno come garanzia i mutui stessi. Se i mutui non vengono rimborsati

regolarmente, le SIV vanno in perdita (crisi di solvibilità) e il prestito obbligazionario rischia di non essere rimborsato. Le SIV possono anche incorrere in crisi di liquidità, dato che in genere si indebitano a breve e hanno quindi una continua necessità di rifinanziarsi sul mercato; quando i mercati finanziari attraversano una fase negativa, il reperimento di nuove risorse finanziarie diviene difficile o assai più costoso. In entrambi i casi sono le banche controllanti a doversi fare carico del problema, per impedire il fallimento delle SIV.

Considerato che nel singolo mutuo il grado di incertezza può essere elevato, le tecniche di *bundling*, con l'impacchettamento di diverse tipologie di mutui, permettono di diversificare il rischio. Calcolando l'ammontare dei pagamenti totali relativi al singolo *bundle*, sono create varie *tranches* di obbligazioni, che pagano una cedola agli investitori, alcune con un diritto di rimborso prioritario e altre con un diritto di rimborso subordinato al pagamento dei creditori di primo livello.

Durante la bolla immobiliare, le *tranches* migliori – più sicure – ottenevano una valutazione elevata dalle agenzie di certificazione e venivano assorbite soprattutto dai gestori di fondi con obbligo di comportamento cauto, ma desiderosi di ottenere un rendimento superiore a quello di titoli del debito pubblico; le *tranches* subordinate, più rischiose ma alle quali venivano garantito un rendimento più elevato, venivano assorbite dalle banche stesse e dai fondi speculativi come gli *hedge funds*.

**Fig. 9: Quantità annuali di CDO emessi**



Fonte: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

Le agenzie di certificazione consideravano relativamente moderato il rischio connesso a questi prestiti obbligazionari e molti prodotti ottennero la tripla A.

La sottovalutazione dei rischi riguardava l'intera linea dei prodotti finanziari, dalla concessione originaria dei mutui fino ai contratti derivati sui CDO; non si escludeva la possibilità che qualche operatore potesse entrare in crisi, ma non vi erano timori circa l'eventuale insorgenza di crisi "sistemiche".

Per stabilire le proporzioni tra obbligazioni privilegiate e obbligazioni subordinate in una emissione di CDO, era infatti considerato sufficiente valutare quale percentuale di un dato pacchetto di mutui poteva essere considerata a rischio. I dati da utilizzare nelle valutazioni di rischio sono inevitabilmente – almeno in parte – una scelta arbitraria; "tuttavia, l'applicazione automatica a quei dati di tecniche sofisticate di statistica e di matematica finanziaria ha finito con il far perdere di vista i limiti di questi esercizi e le cautele con cui ne vanno accolti i risultati, ammantandoli di una pretesa di oggettività che non potevano avere"<sup>9</sup>. Nel momento in cui il mercato dei mutui immobiliari entrò in crisi quei titoli, prima considerati sicuri, si ridussero a veri e propri *junk bonds*. Inoltre, in questo settore erano esplosi i prodotti finanziari connessi alla copertura assicurativa del rischio di controparte (i cosiddetti CDS, *Credit Default Swap*), in questo caso per mancato rimborso dei mutui. Le società specializzate nell'emissione di tali titoli derivati non erano obbligate a detenere accantonamenti al pari delle normali società assicurative. Quindi molte di loro, di piccole e medie dimensioni, andarono in crisi e fallirono non appena si concretizzò il rischio; dal momento che non erano in grado di ottemperare agli obblighi assicurativi assunti, tutte le perdite furono lasciate in capo ai sottoscrittori dei CDS.

La trasmissione della crisi dei mutui immobiliari ai mercati finanziari fu resa possibile proprio dai MBS e dai relativi contratti derivati, presenti in quantità enormi sui mercati. Le sofferenze, anch'esse impacchettate nei *bundle*, inquinavano tutti i prodotti derivati dai mutui, dato che la complessità delle tecniche utilizzate rendeva impossibile eseguire l'*unbundling*, cioè l'estrazione dai pacchetti dei singoli crediti incagliati.

Ai primi segnali negativi dei mercati, i prezzi dei CDO e ancor più dei CDS crollarono; la caduta fu amplificata dal fatto che, in molti casi, non vi erano parametri oggettivi per quotare

---

<sup>9</sup> Roncaglia A., *Economisti che sbagliano – Le radici culturali della crisi*, Laterza, Bari, 2010

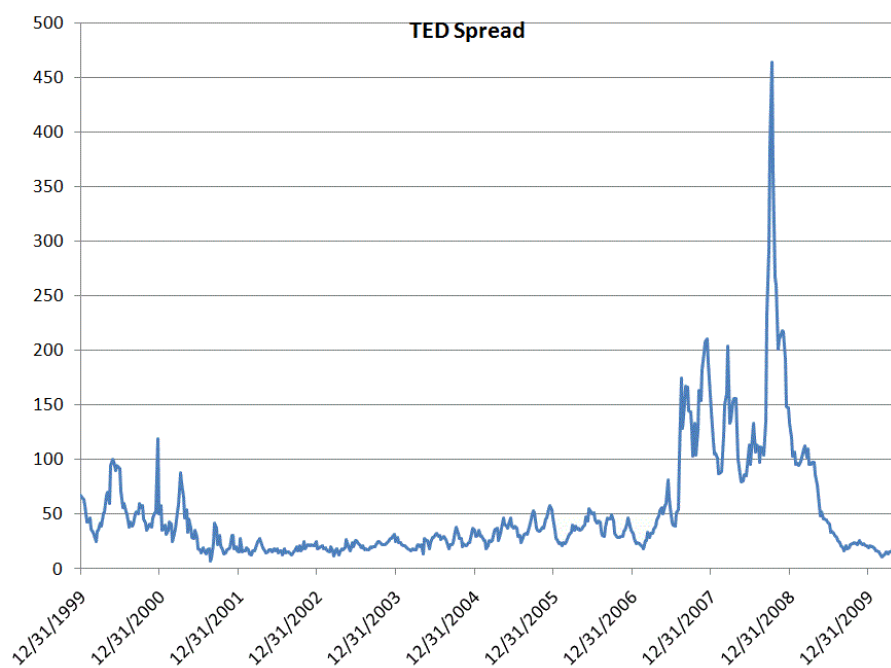


tali titoli, visto che erano trattati per lo più *over the counter*, cioè in assenza di un mercato regolamentato. Come conseguenza, gli istituti che li detenevano si trovarono con una parte del proprio attivo del tutto illiquida.

In tale situazione, le banche colpite in maniera minore e che avrebbero potuto fornire liquidità al sistema non riuscirono a distinguere tra controparti con solo problemi temporanei e controparti con perdite pesanti registrate sui CDO. Il mercato dei prestiti interbancari si bloccò di colpo e il clima generale dei mercati finanziari registrò un ulteriore peggioramento. Con il diffondersi della sfiducia, la crisi colpì l'intero sistema finanziario, bloccandone il funzionamento e facendo sì che diventasse una crisi sistemica.

Questa tensione è ben testimoniata dall'andamento del Ted spread, ovvero la differenza tra il tasso d'interesse interbancario (LIBOR) e il tasso dei titoli di stato americani.

**Fig. 10: Ted spread**



Fonte: Bloomberg

## 1.3 LO SCOPPIO DELLA CRISI E I RIMEDI ADOTTATI

### 1.3.1 IL RUOLO DELLE AGENZIE DI RATING

In presenza di un mercato immobiliare in crescita o stabile, i primi mutuatari in difficoltà ebbero la facoltà di rinegoziare il proprio debito o anche vendere la casa e ripianare il debito. Quando il prezzo degli immobili iniziò a scendere, il numero di mutuatari insolventi aumentò notevolmente; per molti, l'ammontare del mutuo superava il valore della casa e fu impossibile concedere loro credito aggiuntivo.

Le cause di questo enorme errore di valutazione da parte delle agenzie di *rating* possono essere ricondotte alla situazione di conflitto di interessi in cui operavano: poiché gli stessi emittenti dei titoli pagavano il servizio di *rating*, questi si rivolgevano alle agenzie che promettevano di essere più generose nelle valutazioni (*rating shopping*), generando una competizione che andava a discapito della qualità del giudizio offerto. Il *downgrading* massivo fu il logico risultato delle irrealistiche valutazioni sugli *asset* fornite con tanta leggerezza. Come conseguenza, gli investitori istituzionali, impossibilitati a detenere in portafoglio *asset* a basso livello di rating, dovettero vendere i titoli MBS e CDO che, non trovando compratori, crollarono sia nel prezzo che nelle quantità scambiate.

In sintesi, al posto di affinare i controlli sul sistema e i criteri di solidità patrimoniale, in quel periodo storico si preferì fare perno sul ruolo delle agenzie di rating che nei fatti permisero di scaricare la responsabilità delle scelte sui sottoscrittori.

### 1.3.2 LE TAPPE DELLA CRISI

Diversi episodi possono essere considerati il punto di partenza della crisi. Si può indicare l'aumento record nel numero dei default da parte dei mutuatari alla fine del 2006; o il fallimento degli *hedge funds* di Bear Stearns nel giugno 2007; o le due settimane nel settembre 2008 allorché sei fra le maggiori istituzioni finanziarie americane fallirono, vennero rilevate da altri istituti, o salvate dal governo. Forse è più corretto guardare al *downgrading* di massa del luglio 2007 come inizio della crisi: fu il segnale che generò una crisi di liquidità, ossia l'impossibilità pratica di vendere le *securities* collegate ai mutui. Nel settembre 2008 intervenne anche una crisi di fiducia fra gli operatori, allorché, in un solo giorno, il saggio al quale le banche prendono a prestito l'una dall'altra quasi raddoppiò.

Furono tappe importanti nell'evoluzione della congiuntura la bancarotta di Lehman Brothers (15 settembre 2008), e l'amministrazione controllata di Fannie Mae e Freddie Mac, avvenuta una settimana prima. Fra il 2005 e il 2007, infatti, queste due agenzie avevano acquistato MBS e mutui *subprime* per migliaia di miliardi di dollari a fronte di riserve di 84 miliardi. Entrambe vennero poste sotto il diretto controllo del governo federale, che inizialmente vi versò 150 miliardi per ripianare le perdite, prevedendo tuttavia di giungere a 363 miliardi. Anche la maggiore compagnia d'assicurazioni del mondo, American International Group (AIG), dovette essere salvata dal governo e dalla banca centrale, in quanto aveva garantito contratti CDS sui derivati immobiliari per 527 miliardi di dollari, e tali contratti ora andavano onorati. Inoltre AIG aveva grandi quantità di CDO in portafoglio. La somma necessaria al salvataggio corrispose all'1.3% del PIL statunitense. In totale, le istituzioni finanziarie che fallirono o vennero salvate dal governo avevano depositi di ammontare corrispondente al 16% del PIL statunitense.

Nel ramo immobiliare, i prezzi continuarono a scendere; a fine 2009 più di dieci milioni di famiglie statunitensi vivevano in case gravate da un mutuo di valore superiore a quello dell'immobile. Nell'industria automobilistica, da lungo tempo motore dell'economia americana, i due colossi Chrysler e General Motors fallirono a fine 2008 anche per effetto della crisi finanziaria, che impediva alle banche da un lato di concedere aiuti straordinari alle industrie, dall'altro di finanziare il credito al consumo della popolazione, spesso dipendente dal valore delle case.

Così, quello che ad alcuni commentatori troppo ottimisti era sembrato un problema delimitato - la crisi dei mutui *suprime* - si è esteso molto rapidamente a macchia d'olio: da alcune aziende di credito a tutto il comparto, per tutta la Borsa, poi dalla finanza all'economia nel suo complesso.

### 1.3.3 GLI INTERVENTI DI SOSTEGNO E IL PIANO PAULSON

Nelle prime fasi della crisi, si susseguirono i tentativi di intervento a sostegno della Borsa. Alle dichiarazioni ottimistiche delle autorità monetarie e dei leader politici, seguirono interventi concreti e significativi come la sospensione della possibilità di vendere azioni allo scoperto e l'iniezione di una massiccia dose di liquidità nel sistema, di dimensioni mai sperimentate prima. Contemporaneamente, le stesse autorità cercarono di favorire soluzioni interne al settore privato per salvare le aziende del settore finanziario in maggiore difficoltà.

Gli interventi, tuttavia, sortirono effetti di brevissima durata e talvolta addirittura contraria alle intenzioni.

Dagli Stati Uniti, dove si era originata, la crisi si propagò all'Inghilterra, dotata di un sistema finanziario simile a quello americano, e poi nel resto del mondo. Furono colpite indistintamente sia le Borse, sia le società finanziarie piccole e grandi. Perfino l'Italia fu toccata dalla crisi finanziaria, nonostante consuetudini bancarie molto più caute di quelle statunitensi.

L'*escalation* degli eventi faceva sì che fosse necessario un intervento deciso da parte del governo statunitense, ma l'avvicinarsi delle elezioni presidenziali del novembre 2008 rese difficile una politica di salvataggio generalizzata. Fin quando fu possibile favorire intervento di altre istituzioni private, anche con aiuti concreti da parte pubblica (che evidentemente costituiscono una violazione delle regole sul mercato concorrenziale), la situazione rimase sotto controllo. I problemi nacquero quando anche i privati si tirarono indietro.

Arrivò così il primo caso importante in cui le autorità statunitensi ritennero di non poter intervenire: il 15 settembre 2008 la Lehman Brothers venne lasciata fallire. Le ripercussioni furono probabilmente maggiori di quanto ci si attendesse, data la massiccia attività in derivati della banca d'affari. Subito dopo, però, di fronte all'onda d'urto prodotta da un evento che era ritenuto praticamente impossibile, si decise di salvare la AIG, con un impegno di mezzi probabilmente di maggiore di quello che sarebbe necessario per la Lehman. Ancora pochi giorni dopo, le due grandi banche di investimento sopravvissute, Goldman Sachs e Morgan Stanley, vennero trasformate in normali holding bancarie. Le autorità diedero così l'impressione di procedere caso per caso, senza una strategia chiara, e la situazione precipitò.

Il ministro del Tesoro statunitense dell'era Bush, Henry Paulson, in carica fino alla fine del 2008, propose a questo punto un piano di emergenza. Vi erano grandi pressioni per accettarlo a scatola chiusa: Senato e Congresso erano chiamati a votarlo d'urgenza ma il modo in cui il piano era costruito non è un dettaglio irrilevante in quanto Paulson chiese carta bianca per utilizzare un ammontare enorme di risorse pubbliche nel riacquisto di titoli spazzatura, riservandosi il diritto di decidere su quali tipologie di titoli concentrare gli investimenti, da quali istituzioni riacquistarli, a quali condizioni, in quali quantità. In sostanza si sarebbe lasciata l'autorità, ad un ministro in scadenza, di guidare una gigantesca ristrutturazione del settore finanziario privato. Era decisamente troppo, e il piano non passò.

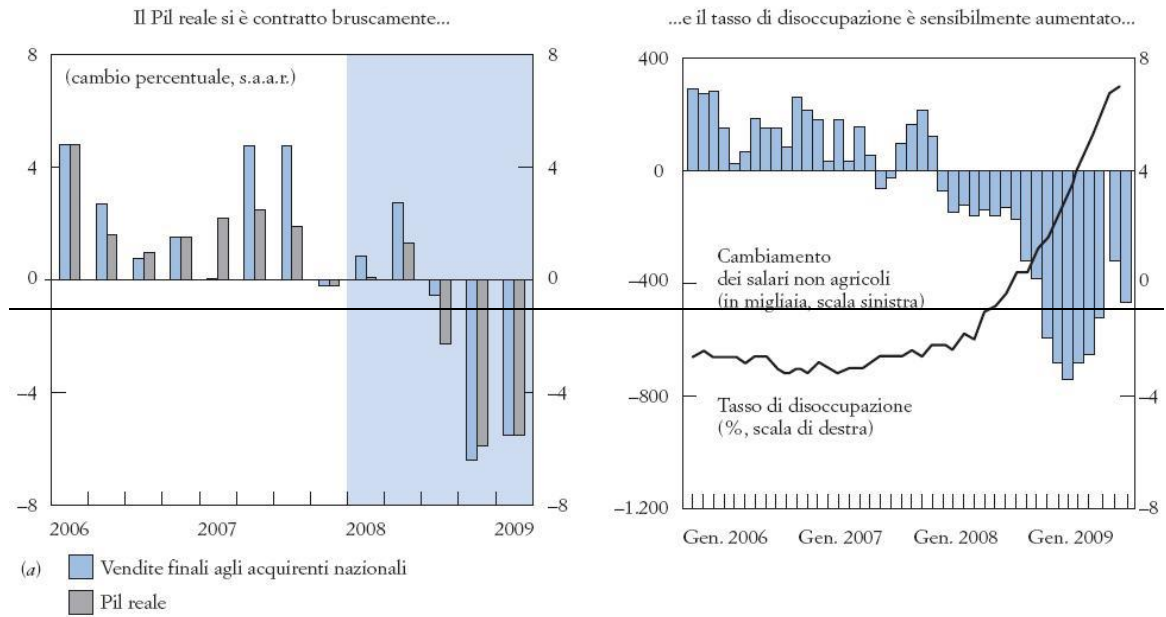
Da qui altri crolli di Borsa, e la predisposizione di un piano bis - contenente un ampio ventaglio di misure per rifinanziare le banche in crisi e per ristabilire un po' di fiducia nel mercato – che venne approvato. Il *Trouble Asset Relief Program* (TARP) divenne legge il 3 ottobre 2008 e autorizzava il governo a impegnare fino a 700 miliardi di dollari per l'acquisto di titoli deteriorati dagli istituti finanziari.

Il piano Paulson mise in evidenza una contrapposizione politica. Da un lato erano schierati i sostenitori oltranzisti dell'economia di mercato, che temevano più di qualsiasi altra cosa un ingresso dello Stato nel capitale delle istituzioni finanziarie private. Dall'altro lato vi erano quelli che negli Stati Uniti vengono chiamati i *liberal*, progressisti moderati, ma comunque convinti che non sia possibile soccorrere i ricchi senza che la collettività, e quindi in via immediata lo Stato, riceva garanzie in cambio, come azioni da rivendere in un secondo momento o la possibilità di poter licenziare i manager che hanno portato subito al sull'orlo della bancarotta.

Inoltre era noto che gli interventi per il salvataggio del sistema finanziario sarebbero stati molto costosi, sottraendo risorse a finalità sociali, quali aiuti ai meno abbienti, finanziamenti all'istruzione o alla sanità, aiuto lo sviluppo dei paesi poveri. Così si trattò di trovare un compromesso fra le due anime, quella antistatalista e quella progressista: un compromesso difficile ma necessario per il salvataggio dell'intero sistema.

Questo piano riuscì a sventare il peggio ma non fu in grado di impedire che la crisi finanziaria si trasformasse in una crisi dell'economia reale. Difatti la contrazione del credito colpì gli investimenti e il calo del mercato azionario (che si aggiunge al calo dei prezzi delle abitazioni) ridusse il valore della ricchezza delle famiglie e quindi dei consumi.

**Fig. 11: saggio di variazione del PIL e tasso di disoccupazione negli USA**



Fonte: Blanchard O., *La crisi economica globale*, 2010

## 2 L'ANALISI DEGLI ECONOMISTI NEOLIBERISTI E NEOMONETARISTI

### 2.1 EUGENE FAMA E L'EFFICIENZA DEI MERCATI

*Eugene Fama, professore di spicco dell'Università di Chicago, è noto per i suoi studi sulle teorie del portafoglio ed asset pricing e soprattutto per essere l'autore dell'ipotesi del mercato efficiente; insieme a R. Schiller e L.P.Hansens, è stato insignito del premio Nobel per l'economia nel 2013.*

*L'Efficient Market Hypothesis fu sviluppata negli anni '60 nell'Università di Chicago con il contributo fondamentale di Fama ed è diventata, nell'ultimo ventennio, la teoria più affermata nell'intero mondo accademico finanziario, grazie alla relativa coerenza della sua impostazione teorica e nonostante le numerose limitazioni ammesse dagli stessi autori.*

Innanzitutto, all'interno dei mercati finanziari, è possibile isolare tre concetti di efficienza:

- efficienza tecnico-operativa, che sussiste quando i mercati funzionano con i più bassi costi di transazione;
- efficienza allocativa, propria di un mercato in cui i prezzi guidano le risorse verso un'allocazione efficiente in senso paretiano;
- efficienza informativa, definita in forma generale come la capacità dei prezzi del mercato di riflettere correttamente e tempestivamente le informazioni a disposizione degli operatori.

Per quanto riguarda l'efficienza informativa, i cui profili interessano direttamente le valutazioni di *asset pricing* e le analisi tecniche degli investitori, la teoria si fonda su tre assunti essenziali:

1. Gli individui pensano in modo razionale e dunque compiono scelte coerenti in merito ai propri investimenti e alle strategie di allocazione dei titoli in portafoglio.
2. Se vi fossero degli attori del mercato che operano in modo irrazionale, le loro strategie delineerebbero dei percorsi del tutto casuali (*random walk*) con effetti che finirebbero per compensarsi vicendevolmente; di conseguenza il loro effetto finale sui prezzi sarebbe nullo. Nel modello del *random walk* i rendimenti sono unicamente degli errori a media nulla e la migliore previsione sul prezzo è l'ultima

osservata sul mercato. Infatti, se i prezzi seguono un percorso casuale, non esiste alcuna correlazione tra loro e dunque è impossibile sia fare previsioni sui futuri prezzi, sia tantomeno ipotizzare rendimenti positivi sulla base di tali previsioni.

3. Se, per effetto di previsioni irrazionali degli investitori, l'andamento dei prezzi non fosse casuale e seguisse una certa direzione, l'intervento degli arbitraggisti riporterebbe i prezzi ai livelli coerenti con i valori fondamentali degli *asset*.

Con gli assunti sopra descritti, Fama definisce la condizione essenziale affinché un mercato finanziario si possa definire efficiente, ovvero la capacità di riflettere, sui prezzi dei titoli, tutto l'insieme delle informazioni disponibili. La presenza di un mercato efficiente, dunque, non permette agli operatori di "battere" il mercato sulla base delle informazioni disponibili alla generalità degli investitori. Gli unici rendimenti medi ragionevolmente attesi sono quelli di equilibrio; infatti, in presenza di operatori razionali e bene informati, la valutazione degli *asset* finanziari viene fatta in base ai fondamentali e ingloba le aspettative sui dividendi futuri attesi basandosi su un tasso di sconto congruo rispetto al rischio. Nell'*Efficient Market Hypothesis*, ogni nuova informazione produce istantaneamente un effetto sul prezzo: una buona notizia ne provoca un aumento, una cattiva notizia una diminuzione.

Per esempio, se un investitore recepisce informazioni sui profitti di una determinata azienda, si aspetterà un aumento dei dividendi attesi e di conseguenza, qualora si trovasse in qualità di venditore, proporrebbe il suo titolo ad un prezzo maggiore; di risposta, anche l'acquirente sarebbe propenso a pagare un prezzo più alto. Questo però non accadrebbe in caso in cui le variazioni di domanda e offerta fossero determinate da personali previsioni future; data la mancata condivisione di reali informazioni, il prezzo rimarrebbe pressoché invariato.

Inoltre sono individuati tre diversi gradi di efficienza del mercato: debole, semiforte, forte.

In un mercato efficiente in forma debole, è impossibile fare profitti su un titolo facendo previsioni basate sulle informazioni relative al prezzo corrente e a quello dei periodi precedenti, come ad esempio accade normalmente nell'analisi tecnica. Infatti, il prezzo corrente di mercato ingloba già tutte le informazioni sull'andamento passato del titolo in termini di prezzi e volumi scambiati.



In un mercato efficiente in forma semi-forte, il prezzo corrente di mercato ingloba già, oltre alla storia passata delle quotazioni e degli scambi, anche tutte le informazioni pubbliche disponibili quali ad esempio gli utili conseguiti, i dividendi distribuiti, gli investimenti futuri programmati. Nel momento in cui tali informazioni sono rese pubbliche, il prezzo si adegua istantaneamente e nessun operatore è in grado di trarre profitti in termini di extra-rendimento.

Nel mercato efficiente in forma forte, anche le informazioni privilegiate disponibili solo ad un gruppo ristretto di operatori (ad esempio nei fenomeni di “insider trading”) non sono in grado di generare nessun extra-rendimento in quanto il prezzo ingloba rapidamente anche quelle informazioni. L’ipotesi è che il comportamento degli *insiders* sarebbe seguito da altri operatori, con l’effetto di portare rapidamente il prezzo del titolo ad un livello di equilibrio.

Le tre ipotesi sono poste tra loro in forma piramidale: l’efficienza in forma forte implica efficienza in forma semiforte, che implica a sua volta efficienza in forma debole. Di conseguenza l’ipotesi di efficienza forte è utilizzata come *benchmark* per le altre due.

Secondo l’*Efficient Market Hypothesis*, gli individui agiscono in modo pienamente razionale, massimizzando la funzione di utilità attesa e attenendosi alle regole probabilistiche bayesiane. Inoltre, grazie ad una capacità di elaborazione dei dati che si ipotizza illimitata da parte degli investitori, non dovrebbero sussistere né complicazioni nel processo di ottimizzazione, né errori valutativi all’aumentare della quantità e complessità dell’informazione disponibile.

La fondatezza degli assunti teorici della teoria dei mercati efficienti è stata oggetto di numerosi studi empirici. Già Fama,<sup>10</sup> nel 1965, mostrò che le strategie di trading basate sulle analisi tecniche non davano risultati sistematicamente positivi e che lo stesso andamento dei prezzi dei titoli seguiva un percorso casuale. Nel 1981, Keown e Pinkerton<sup>11</sup> verificarono empiricamente alcuni comportamenti del mercato che avvalorerebbero l’ipotesi dell’efficienza in forma semi-forte. In particolare, fu osservato l’andamento delle compravendite di titoli per i quali erano state pubblicate informazioni riguardo acquisizioni societarie, fusioni, o cessioni. Nelle giornate precedenti alla divulgazione al pubblico delle informazioni, si registravano già variazioni significative del prezzo, come se il mercato

---

<sup>10</sup> Fama E., “*Random Walks In Stock Market Prices*”, Financial Analysts Journal, September-October 1965.

<sup>11</sup> Keown, A., J., Pinkerton, J., M., *Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation*, The Journal of Finance, 1981.

inglobasse parte delle informazioni ancora non disponibili al grande pubblico ma solo agli *insiders*. Al momento della notizia, un'ultima variazione dell'andamento del titolo adeguava istantaneamente il prezzo all'informazione ormai resa pubblica.

### 2.1.1 IL DIBATTITO SULLA TESI DI FAMA

Le conseguenze per gli investitori di in un mercato efficiente dal punto di vista informativo sono concretamente spiegate al grande pubblico da Malkiel<sup>12</sup>, il quale sostiene che “uno scimpanzé bendato sarebbe in grado di costruire un portafoglio titoli come un esperto semplicemente giocando a freccette contro il *Wall Street Journal*”. Solo sfruttando le capacità in termini di gestione dei rischi, si potrebbero spuntare rendimenti più elevati di quelli derivanti da un “investimento casuale”, come si deduce dalla più aggiornata definizione<sup>13</sup> di efficienza informativa data dallo stesso Malkiel, che considera come mercato finanziario efficiente «quel mercato che non consente agli investitori di ottenere rendimenti sopra la media, se non accettando rischi anch'essi sopra la media».

A seguito della crisi finanziaria del 2007-2008 e della recessione economica, molte teorie sul libero mercato, tra cui l'*Efficient Market Hypothesis*, sono state messe sotto accusa. L'esperto di strategie di mercato Jeremy Grantham ha esplicitamente indicato la teoria di Fama quale “responsabile della crisi finanziaria” per il ruolo svolto nella “cronica sottostima della pericolosità delle bolle sui prezzi degli *asset*” da parte degli esponenti del mondo della finanza e dei regolatori; il giornalista esperto di finanza Justin Fox ha puntato l'indice contro il credo del libero mercato da parte degli investitori e delle autorità di regolamentazione che “influenzati dall'idea che i prezzi di mercato riflettano correttamente tutte le informazioni disponibili, non hanno avvertito l'esigenza di esaminare e verificare i reali valori dei titoli quotati in borsa, e così non sono riusciti a rilevare la presenza di una bolla dei prezzi degli *asset*”<sup>14</sup>.

A tali critiche Fama risponde che, nella realtà, si può parlare di bolla solo a posteriori, dopo che la pesante caduta dei prezzi si è verificata e non si evidenzia una ripresa stabile dei

---

<sup>12</sup> Malkiel, B.G., *A Random Walk Down Wall Street: The Time-tested Strategy for Successful Investing*, New York, 1973

<sup>13</sup> Malkiel, B.G., *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, NJ: Center for Economic Policy Studies, Princeton, 2003

<sup>14</sup> Fox, J., *The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*, Harper Business, 2009

corsi dei titoli. Inoltre, alcuni analisti si sono dilungati molto spesso su prezzi troppo alti e di bolle, ma “quando viene fuori che hanno ragione li incensiamo e quando hanno torto li ignoriamo; nella realtà hanno ragione solo nella metà dei casi; nell’altra metà hanno torto”<sup>15</sup>. Di fatto, il concetto stesso di “bolla dei prezzi” è messo in discussione da Fama, in quanto la bolla non costituirebbe un fenomeno realmente predicibile. Inoltre, l’esponente della scuola di Chicago contesta l’assunto che la crisi finanziaria abbia in qualche modo causato la recessione economica. In opposizione agli economisti di linea neokeynesiana, Fama fa risalire le cause della crisi finanziaria all’avvento della recessione economica e non viceversa. Nella sua visione, è la recessione economica che ha causato sia la caduta dei prezzi immobiliari, sia la crisi dei mancati pagamenti delle rate di mutuo su una significativa percentuale dei prestiti erogati; come conseguenza, si è arrivati al collasso finanziario del mercato dei mutui americano e alla crisi del mercato del credito.

Il *Turner Review* del 2009<sup>16</sup>, un report *ex post* della *Financial Services Authority* del Regno Unito, afferma che la teoria del mercato efficiente e razionale ha giocato un ruolo importante nella crisi del 2008, influenzando le politiche delle autorità di regolazione. Constatando che tale corrente è ora messa in discussione dal punto di vista sia teorico sia empirico, lo studio auspica nuovi meccanismi di controllo, che possano correggere gli errori derivanti dall’eccessiva fiducia riposta nella capacità autoregolatoria dei mercati. In risposta, gli economisti della Scuola di Chicago fanno notare che la fiducia riposta acriticamente nella teoria dei mercati efficienti dà l’impressione che le autorità di regolazione statunitensi e britanniche siano state piuttosto ingenua e di fatto inefficaci nelle loro azioni, in quanto ciascuna teoria è pur sempre un’astrazione dalla realtà e inoltre tutte le teorie presentano anomalie, cioè fatti o evidenze che non possono essere spiegate. In nessuna circostanza è raccomandato di prenderle alla lettera.

A chi fa notare che la crisi finanziaria del 2008 costituisce un esempio concreto di fallimento dell’efficienza dei mercati, la scuola di Chicago risponde che, al contrario, proprio il fatto che i mercati si erano dimostrati efficienti e competitivi avrebbe dovuto far pensare che gli elevati ricavi sul trading prima della crisi, riportati dalle varie istituzioni finanziarie, non potessero essere semplicemente attribuiti a normali strategie di investimento ma fossero

---

<sup>15</sup> Cassidy J., *Interview with Eugene Fama*, New Yorker, January 13, 2010

<sup>16</sup> *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, The Financial Services Authority, London, UK, March 2009

invece correlati ad alti livelli di *leverage* e posizioni di rischio degli attori. Come afferma Ray Ball dell'Università di Chicago<sup>17</sup>, “il fallimento della Lehman Brothers dimostra che, in un mercato di capitali altamente competitivo, se una società assume posizioni massive di rischio finanziate con un *leverage* straordinariamente alto, è destinata un giorno a perdere tutto, senza alcun riguardo per le sue dimensioni e il suo *standing*”.

Per la scuola di Chicago, il fallimento per chi assume troppi rischi è un evento naturale che non deve essere ostacolato perché funzionale alla selezione dei migliori competitors. Su questa linea, i salvataggi operati o favoriti dal governo americano e dalla Fed (primo tra tutti quello di AIG) e in generale gli interventi di *bail out* costituiscono più un problema (il c.d. “*too big to fail problem*”) che una soluzione, in quanto generano aspettative di analoghe operazioni in futuro e pongono un problema di “selezione avversa” dei competitors. Nel caso specifico di AIG, per Fama è molto difficile credere che fosse possibile emettere *credit default swaps* in così massicce quantità senza confidare che il governo fosse intenzionato a intervenire per salvarla; in tal modo, però, le strategie finanziarie errate di AIG sono state di fatto premiate (dal governo) e non invece sanzionate dal mercato.

Fama attribuisce agli esponenti del governo e delle autorità monetarie, primo tra tutti Ben Bernanke, un alto livello di avversione al rischio che li hanno spinti ad intervenire per evitare eventi di cattivo impatto sull'opinione pubblica, procurando però a loro volta altri danni che hanno allungato i tempi di uscita dalla crisi; senza interventi di sostegno e di salvataggio, la crisi del credito sarebbe durata solo una o due settimane e poi i mercati finanziari sarebbero ripartiti.

Se da un lato è controverso il ruolo avuto nella crisi finanziaria dalla teoria dei mercati efficienti e dalle correnti ad essa ispirate, dall'altro lato proprio la crisi globale ha messo in luce alcune limitazioni dell'*Efficient Market Hypothesis*. Alcune riguardano proprio le informazioni che permettono ai mercati di essere efficienti. In particolare, la teoria non affronta il nodo della fornitura delle informazioni, quanto è disponibile, da dove proviene e soprattutto quanto è affidabile. È ben noto, infatti, il ruolo non secondario che hanno avuto le agenzie di *rating* (tra le principali fonti informative per gli attori dei mercati) nello sviluppo della crisi finanziaria globale, con il caso eclatante della valutazione medio-alto che riguardava la Lehman Brothers appena prima del fallimento. Inoltre, la teoria suppone che

---

<sup>17</sup> Ball R., *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 21 Number 4, December 2009

l'elaborazione delle informazioni sia priva di costi e che le informazioni siano incorporate nei prezzi in modo esatto e immediato. Mentre è ragionevole supporre che l'acquisizione di informazioni pubbliche sia di fatto gratuita, l'elaborazione e l'interpretazione dell'informazione non lo è di certo. Per evitare questi ultimi, diversi attori utilizzano di fatto informazioni pre-elaborate da altri o semplicemente si conformano ai comportamenti altrui, contribuendo ad alimentare una sorta di "effetto gregge" che favorisce concretamente la creazione delle bolle finanziarie.

## 2.2 ROBERT LUCAS E LE ASPETTATIVE RAZIONALI.

*Robert Lucas è un economista della scuola di Chicago, noto per essere l'autore dell'approccio delle "aspettative razionali", estremamente critico verso l'economia keynesiana e vincitore del premio Nobel per l'economia nel 1995 oltre che costantemente indicizzato tra i primi dieci economisti nella classifica della Research Papers in Economics.*

### 2.2.1 LA NUOVA MACROECONOMIA CLASSICA

Per descrivere correttamente il pensiero di Robert Lucas, è utile introdurre il primo teorema dell'economia del benessere, formulato da Kenneth Arrow e Gérard Debreu, e richiamare nuovamente la teoria dei mercati efficienti (*Efficient Market Hypothesis*) di Eugene Fama.

Il primo teorema fondamentale del benessere non è altro che una formulazione matematica del modello di mercato perfettamente concorrenziale. Esso afferma che una configurazione costituita da un'economia decentrata di concorrenza perfetta realizza le condizioni di Pareto-efficienza, dal nome dell'economista e sociologo italiano Vilfredo Pareto. Dunque, il normale funzionamento di un mercato perfettamente concorrenziale consente di raggiungere un equilibrio in cui le risorse dell'economia (beni di consumo, fattori di produzione) sono allocate in maniera ottimale tra tutti gli agenti che vi operano. Non c'è nessuna redistribuzione di risorse che potrebbe migliorare la condizione di qualche operatore senza peggiorare quella di qualcun altro. Si noti che questa definizione di efficienza non riserva nessuna attenzione all'equità o altri possibili valori sociali. Questa mancanza però non sminuisce il valore del teorema, che è anzi considerato "il gioiello della corona della teoria economica".<sup>18</sup> La sua prima formulazione risale ai primi anni Cinquanta e, come già accennato, si deve ai lavori di Kenneth Arrow e Gérard Debreu.

Questo primo teorema è di grande importanza perché mostra che, se sono valide determinate assunzioni, l'efficienza di un'economia di mercato non è solo una congettura o una possibilità ma è la logica conseguenza delle premesse. Il modello ci mostra, in maniera rigorosa, come si produce il risultato e rivela, in particolare, le assunzioni che dobbiamo

---

<sup>18</sup> Rodrik D., *Ragioni e torti dell'economia*, Università Bocconi Editore, Milano, 2016

introdurre per essere sicuri che l'efficienza sia raggiunta. Di fatto, per i liberali in economia e i conservatori in politica, il teorema stabilisce la superiorità di una società basata sul libero mercato.

Richiamando la teoria già esposta nel precedente paragrafo, Eugene Fama affermava che “un mercato finanziario è efficiente se in ogni istante il prezzo delle attività scambiate riflette pienamente le informazioni rilevanti disponibili, senza possibilità di ulteriori operazioni di arbitraggio”<sup>19</sup>: la concorrenza garantisce che i rendimenti delle attività siano ai loro livelli di equilibrio (eguaglianza tra domanda e offerta).

Una sintesi tra i concetti di efficienza del mercato di Fama e di equilibrio concorrenziale di Arrow e Debreu è stata formulata da Robert Lucas<sup>20</sup> il quale afferma che: gli individui, complessivamente, usano tutte le informazioni in modo efficiente, cioè nella maniera migliore possibile e senza compiere errori sistematici, per eseguire previsioni e per effettuare scelte economiche. Mentre il singolo individuo può commettere errori, si suppone che la collettività nel suo complesso non sbagli le previsioni e abbia aspettative corrette, così da rendere efficiente il sistema economico. L'efficienza implica automaticamente effetti ottimali nel senso di Pareto, ovvero il più efficiente arrangiamento dei prezzi possibile, con piccole variazioni intorno a un valore medio e probabilità di grandi salti pressoché nulla.

Quindi Lucas reintrodusse il pensiero classico nella macroeconomia, ma in una nuova forma. Insieme con altri (in particolare Thomas Sargent, allora all'University of Minnesota), Lucas sosteneva che i modelli keynesiani adottavano una visione troppo meccanica del comportamento economico degli individui e del modo in cui rispondevano alle politiche pubbliche. Nelle parole di John Cochrane, un altro economista di Chicago, Lucas e Sargent reintroducevano le persone nella macroeconomia. Invece di basarsi su relazioni aggregate tra consumo e reddito, essi cominciarono a modellare le decisioni degli individui di consumare, risparmiare, offrire lavoro: un po' come è sempre stato fatto in ambito microeconomico ma ora si estendevano questi modelli al macrocomportamento. Erano le “microfondazioni” di una nuova teoria macroeconomica.

---

<sup>19</sup> Fama E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, May 1970

<sup>20</sup> Lucas R., Sargent T.J., *Rational Expectations and Econometric Practise*, University of Minnesota Press, Minneapolis, 1977

Questo cambiamento di strategia nella costruzione di modelli aveva due importanti implicazioni. Una è che essa portava implicitamente nel quadro i vincoli di bilancio, sia per gli individui sia per i governi. Infatti il consumo privato dipende dal reddito futuro come pure dal reddito presente, e i disavanzi pubblici di oggi implicano imposte più alte (o minore spesa pubblica) domani. La strategia, inoltre, imponeva una riconsiderazione del modo in cui si formavano le aspettative. Se le persone sono razionali nel prendere le loro decisioni di consumo, come sostenevano Lucas e Sargent, avrebbero dovuto essere razionali anche nel modo in cui formulavano le loro previsioni circa il futuro. Queste previsioni però dovevano essere coerenti con il modello di economia soggiacente: da qui l'ipotesi delle "aspettative razionali", che fu accolta favorevolmente da molti economisti influenzandone fortemente gli studi. Le aspettative razionali divennero presto il *benchmark* per la modellizzazione delle aspettative, che gli economisti usavano per analizzare, tra l'altro, la reazione del settore privato ai cambiamenti delle politiche pubbliche.

Lucas, Sargent e i loro seguaci sostenevano che questi modelli microfondati potevano spiegare tutte le principali caratteristiche dei cicli economici, a determinate condizioni. Le aspettative razionali implicavano che le persone non facessero errori prevedibili, ma non escludeva sbagli temporanei quando le persone erano in possesso di informazioni incomplete sui prezzi. Shock sui gusti dei consumatori, sulle preferenze di occupazione o sulle condizioni tecnologiche – ossia sulle curve di domanda e offerta – potevano generare fluttuazioni aggregate del prodotto e dell'occupazione. Un aspetto non meno importante è che le nuove teorie implicavano che l'influenza dello Stato nella stabilizzazione dell'economia fosse molto debole; di più, qualsiasi tipo di politica di stabilizzazione avrebbe potuto produrre esiti perversi.

Infatti la percezione, da parte degli operatori economici e del pubblico, che il governo applichi un certo regime di politica economica condiziona, di fatto, i comportamenti e le reazioni a una possibile manovra. Se questo regime viene modificato, anche i comportamenti del settore privato sono soggetti a cambiamenti; le reazioni osservate nel passato a una certa manovra economica potrebbero non rivelarsi significative ai fini di una previsione dei comportamenti futuri. Secondo Lucas, molte relazioni macroeconomiche – ad esempio la funzione del consumo, la funzione di domanda di moneta, la curva di Philips – inglobano esplicitamente delle aspettative. In particolare, le aspettative razionali tengono conto di tutte le informazioni disponibili, incluse quelle sulle regole di politica economica adottata dai



*policy makers*. Il fatto che nel passato, in determinate condizioni di politica economica, un certo intervento abbia prodotto effetti benefici non costituisce prova affidabile che possa avere la stessa utilità se ripetuto; i privati, infatti, potrebbero razionalmente valutare che il nuovo intervento sia associato a un cambiamento delle regole di politica economica e giudicare non più vantaggiosi alcuni comportamenti pure attuati in passato in reazione alla prima manovra. Un esempio può chiarire meglio tale argomentazione.

Esponiamo il caso in cui il governo decida di incrementare di una *tantum* le imposte per il finanziamento di una determinata spesa straordinaria. Se i consumatori stabiliscono il proprio ammontare di consumo sulla base del proprio reddito, considerato stabile, e se correttamente percepiscono il provvedimento come temporaneo, ridurranno in minima parte i consumi e il conseguente effetto depressivo sulla domanda privata delle imposte risulterà contenuto. Basandosi su tale episodio, il governo potrebbe essere persuaso a ripetere l'esperimento, aumentando permanentemente la propria spesa e le imposte. Questo però implicherebbe un mutamento di regime. Gli agenti intuirebbero prontamente la natura permanente del provvedimento e ridurrebbero in modo decisamente più marcato la propria spesa per consumi. In questo caso, la mera estrapolazione di un comportamento passato non sarebbe una buona guida alle scelte del governo, perché trascurerebbe la capacità del settore privato di comprendere il mutamento di regime.

Nella sua conseguenza più radicale, la "nuova macroeconomia classica" afferma che una politica monetaria anticipata non ha alcun effetto sul prodotto reale di un'economia né nel breve, né nel lungo periodo (in quanto il settore privato, una volta apprese l'intenzione del governo di mettere in atto politiche di stimolo dell'economia attraverso l'espansione monetaria e fiscale, si sarebbe comportata in modi tali da vanificare gli scopi di tali politiche); soltanto un'eventuale componente stocastica dell'offerta di moneta provocherà fluttuazioni reali.

Questo risultato si ottiene sulla base della curva di offerta di Lucas, in cui le fluttuazioni del prodotto reale dipendono dagli errori di previsione degli operatori sul livello generale dei prezzi. In una situazione in cui gli interventi delle autorità monetarie siano correlati ai valori correnti del tasso di disoccupazione e/o del tasso di inflazione, gli operatori che esprimessero aspettative razionali (dovrebbero quindi conoscere le regole "corrette" di funzionamento dell'economia) sarebbero capaci di prevedere sia la nuova offerta di moneta sia il nuovo

livello dei prezzi indotto. Dunque, la politica monetaria rigidamente regolata non sarebbe in grado di produrre variazioni dell'output. Al contrario, nella situazione in cui l'offerta di moneta abbia una componente stocastica (questo è il caso, ad esempio, in cui le autorità monetarie attuano interventi occasionali o parziali), l'effetto sull'output sarebbe reale. Infatti, gli operatori sarebbero incerti se (e in quale misura) addebitare la variazione dei prezzi alla situazione del mercato o all'intervento occasionale di politica monetaria, con il risultato che non potranno esprimere aspettative corrette sui prezzi. Quindi gli unici interventi di politica monetaria realmente efficaci sono quelli stocastici; ma questi non sono sicuramente funzionali a una politica di stabilizzazione.

L'asserita neutralità della politica monetaria anticipata è dunque elemento cardine delle nuove ipotesi liberiste, contrarie all'intervento pubblico nell'economia.

Per i neoclassici, la teoria sull'equilibrio generale di Arrow e Debreu unita a quella sulle generalizzazioni delle aspettative razionali di Lucas, consente di definire una situazione di equilibrio stabile, così che un'economia possa porsi da sé in questo stato e poi rimanervi vicina. Secondo Lucas, dunque, nell'ambito della teoria economica che poggia sull'ipotesi dei mercati efficienti di Fama, la crisi finanziaria non è stata prevista semplicemente perché, secondo quella teoria economica, tali eventi non possono essere previsti. Perciò, di fronte al suo manifestarsi, è possibile attribuirle il carattere della momentanea accidentalità, oppure cercando di individuare imperfezioni del mercato che non consentano il raggiungimento dell'equilibrio, magari proponendo di ridurre l'intervento dello Stato.

Ciò che ha determinato – almeno nel mondo universitario – il successo della “nuova macroeconomia classica”, secondo la denominazione poi assunta, non è stata la convalida empirica. La bontà di adattamento del modello al mondo reale è stata infatti pesantemente contestata, come pure il realismo di alcuni degli ingredienti principali. Ma, in concomitanza con l'apparizione della nuova teoria, verso la metà degli anni Ottanta, l'economia degli Stati Uniti era entrata in un periodo di crescita economica, piena occupazione e stabilità dei prezzi. In questa era della “grande moderazione”, il ciclo economico sembrava essere stato sconfitto. Di conseguenza, il realismo descrittivo e predittivo della nuova macroeconomia classica, da un punto di vista pratico, non sembrava importante. Il grande fascino della teoria risiedeva essenzialmente nel modello stesso. I microfondamenti, il linguaggio matematico, le nuove tecniche, lo stretto legame con la teoria dei giochi, l'econometria e altri campi che godono di

un'alta reputazione nell'ambito delle discipline economiche: tutto ciò faceva apparire la nuova macroeconomia classica anni luce più avanti dei modelli keynesiani e ne decretò la temporanea estinzione.

### 2.2.2 IN DIFESA DELLA TRISTE SCIENZA

I nodi vennero al pettine nella scia della crisi finanziaria globale del 2007-2008, quando la sconnessione tra la nuova microeconomica classica e l'economia reale era diventata manifesta. Su una cosa tutti i modelli concordavano. Quando l'incertezza economica produce un'improvvisa "fuga verso la sicurezza", nel senso che famiglie e imprese tesaurizzano tutto il contante che possono, la Federal Reserve dovrebbe produrre liquidità addizionale stampando moneta. Aumentare la quantità di moneta in circolazione impedisce la deflazione e una recessione ancora più grave. Lo stesso Lucas affermò "In tempo di recessione, non è un fatto inappropriato iniettare nel sistema sempre più moneta per cercare di non far cadere troppo la spesa, e così abbiamo fatto".<sup>21</sup>

Inoltre il 6 agosto 2009, dopo il fallimento della Lehman Brothers, Lucas scrisse un breve articolo, intitolato "In difesa della triste scienza", in cui respinse le critiche di chi aveva definito la crisi finanziaria come un fallimento per l'economia stessa. In particolare si rivolse a quei macroeconomisti che erano stati caricaturati come una generazione perduta e costretta ad istruirsi in merito a modelli matematici considerati senza valore o addirittura nocivi; una formazione che, tra l'altro, li avrebbe resi incapaci di condurre una politica economica ragionevole. L'esponente della scuola di Chicago sottolinea come "questa caricatura è una sciocchezza e di nessun valore nella valutazione di questioni più ampie: Cosa può il pubblico ragionevolmente aspettarsi da specialisti in questi ambiti, e quanto bene quest'ultimi si sono comportati nella crisi attuale?"<sup>22</sup>

Continuando nel suo articolo, affermò: "Una cosa che non possiamo avere, ora o mai, è un insieme di modelli capaci di prevedere improvvise cadute del valore delle attività finanziarie, come il declino che è seguito al fallimento della Lehman. Questa non è una novità. È noto da più di quarant'anni ed è una delle principali implicazioni della "ipotesi dei mercati efficienti", in cui si afferma che il prezzo di un'attività finanziaria riflette tutta

---

<sup>21</sup> Lein D.B., Daza R., *Robert E. Lucas Jr. [Ideological Profiles of the Economics Laureates]*, Econ Journal Watch, September 2013

<sup>22</sup> Lucas R., *In Defence of the Dismal Science*, The Economist, 6 August 2009

l'informazione pertinente generalmente disponibile. Se un economista avesse avuto una formula capace, per esempio, di prevedere in modo affidabile la crisi con una settimana di anticipo, allora la formula sarebbe diventata parte delle informazioni generalmente disponibili e i prezzi sarebbero precipitati una settimana prima”.

In ultimo, difese i tempi di manovra della Fed in quanto “raccomandare politiche monetarie preventive, sulla scala delle politiche che sono state applicate in seguito, sarebbe stato come girare bruscamente fuori strada, a causa della possibilità che qualcuno possa sterzare improvvisamente e andare nella vostra corsia. La cosa migliore e l'unica realistica da fare è tenere gli occhi aperti e sperare per il meglio.”

Al di là delle misure di stretta emergenza e una volta placato il panico finanziario, i modelli della nuova macroeconomia classica suggerivano moderazione e cautela. Le politiche di *quantitative easing* – espansione monetaria – della Fed dovevano essere ritirate rapidamente; altrimenti avrebbero condotto all'inflazione. Gli economisti che si erano formati su questi modelli hanno continuato ad ammonire contro i pericoli di inflazione e hanno sollecitato la Fed a irrigidire la sua politica, anche se la disoccupazione rimaneva alta e l'economia stentava a riprendersi. Hanno espresso la loro contrarietà alla prosecuzione dello stimolo fiscale per sostenere la domanda aggregata e l'occupazione, poiché tali misure avrebbero solo spiazzato il consumo privato e l'investimento. L'economia avrebbe dovuto rimettersi in carreggiata in gran parte da sola. Quando questo non è avvenuto, Lucas e altri hanno denunciato ostacoli creati dall'amministrazione democratica.

Difatti Lucas nel 2011, in un'intervista al Wall Street Journal, scrisse: “La nostra ripresa stentata è dovuta al fallimento delle politiche governative di prendere in prestito e spendere per assorbire la capacità inutilizzata di famiglie e imprese. In un mondo keynesiano, quando il governo spinge la domanda aggregata attraverso un forte *deficit spending*, le aziende dovrebbero assumere di più e investire maggiormente, così come dovrebbero anche ripartire i consumi. Ma cosa succede se questi soggetti non rispondono come il modello prescrive? Che cosa succede se le imprese reagiscono a ciò che vedono come una spinta temporanea e artificiale della domanda, aumentando l'utilizzo dei macchinari e lavoratori già presenti oppure aumentando i prezzi? Che cosa succede se i consumatori rispondono ai prestiti

temporanei del settore pubblico, diventando timorosi riguardo la stabilità finanziaria del governo stesso?”<sup>23</sup>

Pertanto, a suo avviso, era necessario diminuire l’atmosfera di incertezza scatenata da ulteriori interventi governativi a breve e concentrarsi maggiormente su politiche a lungo termine. A riguardo sempre nella stessa intervista, affermò "Il presidente Obama continua a concentrarsi su riforme transitorie. Egli dice a malincuore, 'Ok, terremo i tagli fiscali di Bush per un paio di anni.' Questo è la frase sbagliata da dire in quanto ciò che interessa agli investitori è il livello di aliquota fiscale lungo tutto l’arco dei loro progetti, in particolare quando questi inizieranno ad essere redditizi”. Qualche anno dopo, lo stesso Lucas criticò le alte aliquote marginali affermando che “questo mito in cui ci sono delle persone ricche là fuori che possono pagare per tutto quello che noi vogliamo fare è semplicemente falso”<sup>24</sup>. Nella sua visione, tali aliquote costituivano solamente un ostacolo e alla fine bocciò definitivamente il governo Obama. “Senza le politiche attuate durante questa amministrazione, credo che avremmo recuperato molto tempo fa ”.

---

<sup>23</sup> Jenkins H.W., *Chicago economics on trial*, Wall Street Journal, 24 September 2011

<sup>24</sup> Lein D.B., Daza R., *Robert E. Lucas Jr. [Ideological Profiles of the Economics Laureates]*, Econ Journal Watch, September 2013

### 2.3 ALAN GREENSPAN E IL FALLIMENTO DEI MODELLI PREVISIVI

*Alan Greenspan è un economista statunitense che fu presidente della Federal Reserve per 5 mandati consecutivi (1987-2006). Durante la sua presidenza, dovette fronteggiare gravi crisi come il crollo della borsa di fine anni '80, la crisi finanziaria asiatica e la bolla delle società "dot-com". Repubblicano e liberista, seppe contare sull'appoggio dei presidenti della sua stessa corrente politica ma anche dell'opposizione.*

In qualità di presidente della Fed e con la fama di oracolo economico che l'accompagnò per quasi vent'anni, Greenspan guidò la nazione attraverso un lungo periodo di prosperità e relativa stabilità, ritirandosi in pensione nel 2006 con la reputazione ancora intatta di preveggenza. Con la crisi, la sua reputazione, come quella di molti altri attori della scena politica ed economica, subì un grave contraccolpo.

Prima della brusca caduta del consenso nei suoi confronti, nei quasi 19 anni da presidente della Fed si era distinto per tre operazioni di significativa rilevanza politico economica, che furono celebrate come sue vittorie.

La prima riguardò la risposta pragmatica della Fed a una serie di pericolose cadute dei corsi azionari (dal lunedì nero del 19 ottobre 1987 allo scoppio della bolla delle società dot-com nel 2000), ottenuta iniettando liquidità per calmare i mercati e chiudendo gli spazi a una possibile recessione economica.

La seconda, durante l'era Clinton, riguardò l'azione di lobbying a favore della deregolamentazione dell'industria del credito e l'abolizione del *Glass-Steagall Act*, che dal 1933 aveva separato le banche d'investimento dalle banche commerciali. In effetti, Greenspan contribuì a bloccare i tentativi di assoggettare i derivati *over-the-counter* alla regolamentazione del governo, richiesta per far emergere i rischi sottostanti in capo alle istituzioni che li trattavano massicciamente. Egli affermava che i nuovi strumenti finanziari, inclusi i *credit default swaps*, rendevano i mercati più stabili e la loro regolamentazione avrebbe generato sfiducia negli investitori.

La terza riguardò il livello molto basso dei tassi di interesse, mantenuto per quasi tutto il suo mandato e soprannominato "*Greenspan fee*", che operò da stimolo per l'economia pur evitando gli effetti inflazionistici correlati all'abbondante offerta di denaro. Esaminando i

dati economici e rilevando l'assenza di segni di grave squilibrio o di imminente inflazione, convinse i suoi colleghi a promuovere una strategia di espansione che mantenne per molti anni il tasso di disoccupazione su livelli bassi e spinse in alto gli indici dei mercati azionari.

Con l'avvento della "più grande crisi finanziaria di sempre", come egli stesso riconobbe, la reputazione di Greenspan ebbe un grave contraccolpo e quelli che un tempo venivano visti come suoi trionfi furono reconsiderati successivamente come gravi fallimenti.

Nel pieno della crisi finanziaria, l'ex presidente della Fed scrisse sui giornali economici giustificando le proprie azioni e respingendo le critiche al suo operato. Nella sua celebre testimonianza al Congresso nell'ottobre del 2008, fece sostanzialmente mea culpa e si dichiarò sgomento del fatto che le maggiori istituzioni creditizie avessero posto in atto scommesse azzardate, tradendo così la promessa di proteggere i capitali degli azionisti.<sup>25</sup>

Nonostante la chiara ammissione di fallimento nel prevedere lo scoppio della crisi, Greenspan non ha sostanzialmente mai avuto dubbi sulle teorie economiche neolibériste che appoggiava in modo quasi ideologico. Il punto centrale del suo credo economico è che il benessere sociale può essere raggiunto solo se i singoli attori nel mercato sono lasciati liberi di operare nelle attività economiche e finanziarie senza ostacoli da parte del governo; quest'ultimo dovrebbe limitarsi a consolidare le condizioni legislative per favorire la libertà politica ed economica.

Le sue proposte post-crisi per invertire il corso del declino economico americano sono le stesse di quelle pre-crisi: taglio del welfare, incentivi all'acquisto delle case, riduzione del deficit, costo del lavoro mantenuto basso anche grazie ai salari competitivi degli immigrati e soprattutto deregolamentazione dei mercati finanziari. Greenspan incoraggia costantemente il Congresso americano e i politici a riconoscere la "capacità di recupero dei mercati deregolamentati, che è nel nostro comune interesse favorire nel lungo termine, nonostante l'inevitabile sofferenza a breve termine"<sup>26</sup>.

La *deregulation* è anche assolta da ogni responsabilità riguardo la crisi finanziaria, che invece va ricercata nel sistema normativo, il quale non ha consentito alle autorità di adottare misure per le istituzioni finanziarie sottocapitalizzate. L'analisi dell'ex presidente della Fed

---

<sup>25</sup> Andrews E. L., *Greenspan Concedes Error on Regulation*, The New York Times, 23 October 2008

<sup>26</sup> Greenspan A., *The map and the territory: risk, human nature and the future of forecasting*, The Penguin Press, New York, 2013

enfatisza il livello anomale di *leverage* e il capitale insufficiente degli istituti finanziari quali elementi fondamentali affinché la crisi deflagrasse con effetti disastrosi per l'intero sistema. Infatti, con riserve di capitale inadeguate, le perdite emerse dopo il fallimento della Lehman provocarono una valanga di default sia negli Stati Uniti, sia in diversi paesi in tutto il mondo.

Bolle e crolli delle quotazioni hanno sempre caratterizzato il libero mercato, senza per questo portare a crisi economiche. Ad esempio, nel 1987, il mercato azionario crollò del 20% in un solo giorno, ma gli effetti sulle attività economiche furono minimi perché le istituzioni finanziarie che detenevano i titoli non erano fortemente indebitate. Lo scoppio della bolla di Internet, nei primi anni 2000, procurò solo effetti minimali sul sistema finanziario e sull'economia reale. Il crollo del mercato immobiliare, invece, fu devastante perché i titoli tossici basati sui mutui erano nelle mani di istituzioni che operavano con un alto *leverage*, con debiti per lo più contratti a breve termine. "È stata la perdita di valore del capitale sui bilanci delle istituzioni finanziarie a provocare la crisi", scrive Greenspan. A suo avviso, la risposta non è una regolamentazione più estesa, ma una maggiore capitalizzazione.

Per quanto riguarda gli errori in campo previsivo, Greenspan addebita l'incapacità propria e di altri economisti a comportamenti irrazionali, non decifrabili dal punto di vista logico, che si possono manifestare negli attori del mercato e che possono dar luogo a esuberanza immotivata, panico o "effetto gregge", specie in situazioni di stress. Il presidente della Fed constata che gli "*animal spirits*" di investitori e finanziatori possono avere effetti deflagranti sui mercati, arrivando a causare il comportamento autodistruttivo di importanti istituti di credito. Il termine, coniato originariamente da Keynes e poi sviluppato da George Akerlof e Robert Shiller<sup>27</sup>, viene ripreso e descritto da Greenspan per riferirsi alla propensione delle persone verso stati d'animo non razionali dal punto di vista economico: euforia, paura, avversione al rischio, condizionamenti da amici o parenti, emulazione di comportamenti di altri investitori.

L'ex presidente della Fed aveva già scritto molto su bolle di euforia e vendite nel panico ben prima della crisi; in un famoso discorso pubblico del 15 dicembre 1996, parlò di "esuberanza irrazionale" riferendosi agli indici azionari in forte crescita. L'idea illuminante di "esuberanza irrazionale" gli venne alcune settimane prima, "mentre stava a mollo nella

---

<sup>27</sup> Akerlof G.A., Shiller R.J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives The Economy, And Why It Matters For Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton, 2010



vasca da bagno, felice come Archimede”<sup>28</sup>. Non credeva però, almeno prima della crisi, che esuberanze e paure potessero influenzare globalmente i risultati del mercato.

Le sue teorie pre-crisi contemplavano i comportamenti irrazionali ma, essendo questi ultimi difficili da misurare e refrattari a qualsiasi analisi matematica affidabile, di fatto non entravano nei modelli di previsione. I comportamenti irrazionali degli attori nei mercati erano considerati quindi fenomeni sostanzialmente casuali, una sorta di “rumore” che non poteva lasciare alcuna traccia significativa sui trend economici sottostanti. Un convincimento che evidentemente fu smentito dagli avvenimenti del 2008. In ogni caso la certezza che le situazioni di crisi finanziaria possano derivare da comportamenti irrazionali non aiuta a formulare una previsione matematicamente significativa sul tempo e il modo in base alla quale la crisi scoppierà. Per Greenspan, gli “spiriti animali” del mercato non possono essere ingabbiati in nessuna teoria economica che consenta di fare previsioni sistematiche.

Quale teorico del libero mercato, Greenspan ritiene che il sostegno allo sviluppo economico richieda necessariamente l’opposizione alle politiche interventiste del governo. Infatti, secondo il suo credo, la crescita economica è semplicemente “il risultato della rimozione degli ostacoli alla concorrenza”; infatti, nei vari periodi storici, l’ampliamento delle prerogative e del ruolo del governo degli Stati Uniti ha sempre coinciso con condizioni di maggiore rigidità dei mercati.

La forte opposizione contro le tentazioni interventiste del governo si manifesta anche nelle sue convinzioni sui temi della fiscalità e delle politiche sociali. A chi gli fa notare che, negli anni prima della crisi, si è registrato un significativo aumento del reddito dell’uno per cento della popolazione più ricca, l’ex presidente della Fed risponde che gran parte dell’aumento è spiegabile con il fatto che alcuni compensi, ad esempio quelli degli *asset manager* e degli amministratori delegati sono agganciati al trend dei prezzi delle azioni. Più che ai ricchi stipendi dei *top manager*, bisognerebbe porre attenzione ai benefici sociali e alle politiche del welfare che, nella sua visione, erodono i risparmi della nazione e compromette la capacità di sviluppo economico.

Greenspan pone in collegamento due variabili macroeconomiche: una riguarda i pagamenti del governo per le politiche di welfare, l’altro è il “risparmio interno lordo”

---

<sup>28</sup> Greenspan A., *The age of turbulence: adventures in a new world*, The Penguin Press, New York, 2007

(risparmio da parte delle famiglie, dalle imprese e dal governo), entrambi espressi come percentuale del PIL. La *Iron Law* di Greenspan afferma che la somma di questi due numeri è approssimativamente costante, o almeno lo è stata per almeno cinquant'anni negli Stati Uniti. È un'asserzione piuttosto scottante dal punto di vista sociale: ciò significa che ogni volta che il governo stanziava un miliardo di dollari per prestazioni di sicurezza sociale o dell'assistenza sanitaria pubblica o per indennità di disoccupazione, si sta procurando parallelamente una riduzione di un miliardo di dollari in risparmio di famiglie o in utili non distribuiti delle imprese, o un aumento del disavanzo pubblico, o una combinazione di questi. È indubbia l'efficacia del messaggio, teso a mostrare il danno economico derivante dall'attuazione di politiche sociali e di sostegno ai pagamenti delle prestazioni sanitarie per le classi meno abbienti. Altri economisti, tra cui il premio Nobel Robert Solow, hanno messo in evidenza come la citata *Iron Law* "sia basata su evidenze non tanto empiriche quanto ideologiche"<sup>29</sup>.

Un altro aspetto di questa teoria riguarda il fatto che sono le fasce di reddito superiori a contribuire alla maggior parte delle imposte fiscali sul reddito e quindi le prestazioni sociali realizzano un trasferimento di reddito dalle persone più ricche a quelle più povere, propense a dedicare al consumo tutte (o quasi) le proprie entrate. Dunque le prestazioni sociali non sono solo un trasferimento dal più ricco al più povero ma anche un trasferimento dal risparmio al consumo.

Secondo Greenspan, questo trasferimento non è solo sbagliato dal punto di vista della politica macroeconomica, ma costituisce anche un'ingiustizia; a tal proposito, osserva infatti che "in un mercato libero e competitivo, i redditi guadagnati dai partecipanti alla produzione riflettono il loro contributo marginale al prodotto nazionale netto. La concorrenza del mercato assicura che i loro redditi siano proporzionali alla quantità marginale della produzione totale".

Nell'analisi del periodo post-crisi, l'ex presidente della Fed osserva che quote crescenti di PIL "divorate" dai *social benefits* causano situazioni di caos fiscale e possono addirittura precludere a situazioni di collasso delle società capitaliste alla stregua di quanto già avvenuto per quelle comuniste.

---

<sup>29</sup> Solow R., *Alan Greenspan Is Still Trying To Justify His Bad Decisions – What The Maestro Doesn't Understand*, New Republic Journal, 17 December 2013

Sostanzialmente, i più ricchi devono essere difesi dalla voracità delle classi più povere e, per quanto riguarda le responsabilità dei ceti più abbienti nella crisi del 2008, Greenspan – pur non assumendo una posizione assolutoria dei singoli, specie in caso di frodi acclamate – afferma di opporsi categoricamente a “punizioni” normative di carattere generale che non risulterebbero economicamente produttive. Nella sua visione, gli “spiriti animali” non devono essere frenati da inutili pastoie regolatorie.

### 3 L'ANALISI DEGLI ECONOMISTI NEOKEYNESIANI E POST-KEYNESIANI

#### 3.1 JOSEPH STIGLITZ E I FALLIMENTI DEL MERCATO

*Joseph Eugene Stiglitz, economista statunitense, è stato presidente dei consiglieri economici nell'amministrazione Clinton e Senior Vice President e Chief Economist presso la Banca Mondiale. I suoi studi sulla teoria delle asimmetrie informative gli hanno valso il premio Nobel per l'economia nel 2001 insieme a George A. Akerlof e Michael Spence.*

“L'unica sorpresa della crisi economica del 2008 è che abbia colto così tante persone di sorpresa”<sup>30</sup>. Così Joseph Stiglitz, a due anni dal fallimento della Lehman Brothers, ha introdotto il suo pensiero in merito al fallimento delle teorie *mainstream* e alle premesse che hanno portato alla crisi stessa. L'economista statunitense è da sempre un fiero oppositore delle teorie neoliberiste, le quali hanno influenzato le più alte sfere politiche negli ultimi decenni e hanno permesso al mercato finanziario di essere sempre meno regolamentato.

Una tale fiducia era supportata teoricamente, tra i vari studi economici, dall'ipotesi dei mercati efficienti di Eugene Fama (1965) il quale mostrava come, in ogni istante, il prezzo delle attività scambiate riflettesse pienamente le informazioni rilevanti disponibili e portasse dunque a definire il mercato come “efficiente”. Al contrario, secondo Stiglitz, tale fiducia è mal riposta in quanto la teoria non tiene conto del problema delle asimmetrie informative: un aspetto centrale anche in quest'ultima crisi.

Difatti tale condizione non permette la trasmissione in maniera continua, tra gli agenti, di tutte le informazioni disponibili portando ad un ottimo di *second best*, ovvero un equilibrio subottimale paragonato a quello paretiano-classico. Come conseguenza, cambia notevolmente il ruolo del mercato con l'introduzione del concetto di “prezzo segnale”: in sostanza il prezzo rimane veicolo di trasmissione d'informazioni ma il sistema viene considerato imperfetto.

Teoricamente, inserendo il concetto di informazione “costosa” nel campo di un modello con ipotesi classiche, si può concludere che l'efficienza informativa è incompatibile con l'equilibrio competitivo: l'incentivo alla raccolta delle informazioni e il relativo meccanismo

---

<sup>30</sup> Stiglitz J.E., *Bancarotta – L'economia globale in caduta libera*, Einaudi, Torino, 2010

di trasmissione viene meno se i prezzi riflettono tutta l'informazione disponibile. Questo perché, in caso di perfetta informazione, il prezzo segnale coincide con l'informazione messa a disposizione dagli agenti informati, non permettendo a quest'ultimi di avere l'opportunità di conseguire extra profitti. Paradossalmente il mercato sarebbe costituito solamente da operatori disinformati: ciò incentiverebbe il singolo agente ad informarsi in quanto la sua domanda non influenzerebbe il prezzo di equilibrio. Nel momento in cui gli altri agenti si accorgeranno dei suoi extra profitti, sfruttando la maggiore informazione, si procureranno anch'essi l'informazione e, come conseguenza, il mercato non raggiungerà un punto di equilibrio stabile.

Questo paradosso venne illustrato nel dettaglio da Stiglitz e Grossman in un lavoro del 1980 che mostra, in conclusione, come l'equilibrio in realtà sia raggiungibile abbandonando l'ipotesi di efficienza<sup>31</sup>. Quindi, secondo tale teoria, i prezzi rimangono ancora un veicolo di trasmissione d'informazione; solamente che il processo di trasmissione, evidentemente imperfetto, ripristina lo stimolo alla raccolta d'informazioni proprio perché l'agente informato conseguirà un guadagno maggiore rispetto al non informato. La teoria di Stiglitz conferma come i mercati siano inefficienti e possano fallire. Per quanto riguarda il settore finanziario, in particolare due meccanismi contribuiscono significativamente alla fragilità del mercato: il meccanismo di "agenzia" e quello delle "esternalità".

La prima teoria si basa sul rapporto *principal-agent*, ovvero un contratto in base al quale una o più persone (principale) obbliga un'altra persona (agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente. Nel momento in cui il *principal* non può controllare tutte le azioni conseguite dall'*agent*, nasce un problema di asimmetria informativa a priori (*ex-ante*): è impossibile determinare un sistema di pagamento che spinga l'agente a preferire la condotta ottima, a meno che non si sostenga un costo aggiuntivo. In alternativa il *principal* potrebbe concedere un contratto ad incentivi all'*agent* basandosi sulle informazioni che ha raccolto ed elaborato. Tanto più tale contratto porterà gli agenti a farsi riconoscere, tanto più l'equilibrio si avvicinerà alla condizione di *first best*, minimizzando allo stesso tempo i costi di agenzia. In seguito alla stipula del contratto, potrebbe sorgere un problema di asimmetria a posteriori (*ex-post*): l'agente maschera l'esito delle proprie azioni

---

<sup>31</sup> Grossman S.J., Stiglitz J.E., *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, The American Economic Review, Volume 70, Issue 3, June 1980

in modo da limitare le sue spese verso il principale. Quest'ultimo di conseguenza è costretto a controllare la condotta dell'*agent*, sopportando il relativo costo, per scongiurare una possibile perdita.

La presenza di asimmetria informativa tra principale e agente è una caratteristica intrinseca del mercato e caratterizza tutti i rapporti presenti sullo stesso. Si pensi, ad esempio, alla difficoltà dell'azionista a controllare le azioni intraprese dal manager e a verificarne la rispondenza ad obiettivi della proprietà.

Secondo Stiglitz, negli Stati Uniti, esiste un sistema di *corporate governance* inadeguato. Le aziende sono gestite dagli azionisti solo in teoria; in pratica, e in larga misura, sono amministrate dal *management*, che agisce a proprio esclusivo vantaggio. In molte aziende la cui proprietà è ampiamente diversificata fra numerosi azionisti, il *management* nomina di fatto gran parte dei membri del consiglio di amministrazione, facendo ovviamente cadere la preferenza sulle persone che offrono maggiori garanzie di lavorare nell'interesse non tanto dell'azienda, quanto dei vertici aziendali in carica.

Come conseguenza, si è creato il problema del disallineamento degli incentivi in quanto i manager delle banche hanno tutto l'interesse a comportarsi in maniera non coerente con gli obiettivi di altri stakeholder e della società in generale. Di norma, nelle economie di mercato, gli incentivi sono allineati correttamente. Infatti quando le aziende massimizzano i profitti, massimizzano anche – idealmente – il benessere della società, ossia la differenza fra il valore per la società di ciò che viene prodotto e il valore delle risorse usate in produzione. Nei mercati finanziari, invece, gli incentivi sono distorti, spesso in modo molto grossolano. Un esempio importante di distorsione degli incentivi riguarda il numero di dirigenti che vengono pagati in *stock options*. Nel settore finanziario, gran parte dei compensi viene corrisposta sotto forma di bonus agganciati al reddito prodotto (cioè le spese e le commissioni). Secondo i fautori di questi sistemi di retribuzione, costituirebbero un incentivo per i dirigenti che così sono stimolati a lavorare duramente. Per Stiglitz “questa argomentazione è falsa perché i dirigenti trovano il modo di farsi pagare anche quando l'azienda è in difficoltà quindi, a conti fatti, vi è una scarsa relazione fra retribuzione e risultati”<sup>32</sup>. Un esempio è dato dal fatto che, nel 2008, nove banche salvate dal governo statunitense abbiano pagato bonus nei confronti

---

<sup>32</sup> Stiglitz J.E., *Bancarotta – L'economia globale in caduta libera*, Einaudi, Torino, 2010

del proprio *management* per un importo pari a 33 miliardi di dollari<sup>33</sup>. Inoltre i dirigenti pagati in *stock options* avevano tutto l'interesse a far salire il prezzo delle azioni della loro azienda, anche con operazioni di contabilità creativa. I bonus non si basavano sui risultati nel lungo periodo, ma su quelli a breve. In effetti, gli addetti ai lavori nel settore finanziario erano incentivati ad assumersi rischi che associavano un'elevata probabilità di guadagno a una probabilità ridotta di disastro. Inoltre la moderna ingegneria finanziaria aveva fornito gli strumenti per creare prodotti che si attanagliano perfettamente a questa descrizione. Il disallineamento fra utile sociale e utile privato è apparso chiaramente: gli addetti ai lavori dei mercati finanziari sono stati ampiamente ricompensati, ma a prezzo di un rischio che – per l'economia nel suo complesso – è stato altissimo e privo di una contropartita positiva.

La seconda teoria da affrontare si basa sulle esternalità (o economie esterne), ovvero la condizione in cui uno scambio di mercato crea costi o benefici per soggetti che non vi partecipano. Per Stiglitz i mercati finanziari sono estremamente carichi di esternalità, tanto che il fallimento di un grande istituto può trascinare nel baratro l'intero sistema. Questo problema è stato accentuato dall'abrogazione, nel 1999, del *Glass-Steagall-Act*, che aveva separato gli istituti di credito ordinario dalle banche d'affari; ciò ha permesso lo sviluppo di concentrazioni sempre più grandi di conglomerati finanziari con un conseguente aumento esponenziale di esternalità presenti. Giunti nel momento di massima crisi, ci si è resi conto che tali istituti erano diventati troppo grandi perché si potesse permettere di lasciarle fallire e questo ha fatto scattare la più vasta operazione di salvataggio della storia. L'economista statunitense sottolinea come le grandi banche siano state consapevoli di questo problema e l'abbiano sfruttata a proprio vantaggio, principalmente in due modi.

Innanzitutto le banche, sapendo che in caso di difficoltà sarebbero state aiutate dal governo, hanno assunto rischi sempre maggiori, aumentando a dismisura il *leverage*. In secondo luogo tali conglomerati hanno avuto sempre maggiore potere monopolistico basandosi su un vantaggio competitivo che non si ricollegava a una reale forza economica, ma sulle distorsioni derivanti dalla garanzia implicita da parte dello Stato. In merito, Stiglitz propone tre soluzioni congiunte: “smembrare gli istituti troppo grandi per fallire, limitare in modo deciso le attività di quelli che dovessero rimanere in attività e calibrare l'assicurazione dei depositi e le norme sull'adeguatezza del capitale in modo che le regole del gioco siano

---

<sup>33</sup> Craig S. and Solomon D., *Bank Bonus Tab: \$33 Billion*, The Wall Street Journal, 31 July 2009

uguali per tutti”<sup>34</sup>. Ovviamente “le limitazioni alle loro attività potrebbero comportare una diminuzione dei profitti per le grandi banche, ma così deve essere”.

In ogni caso le tematiche affrontate portano alla conclusione che il mercato, in realtà, non sia in grado di produrre risultati ottimali, contrariamente alla credenza diffusa secondo cui i mercati sarebbero efficienti. Questo è uno dei motivi fondamentali per cui si impone una regolamentazione del mercato finanziario. L’economista statunitense sottolinea come, in realtà, questa motivazione venne accantonata nei decenni precedenti in quanto “soggetti che non capivano perché la regolamentazione fosse necessaria sono diventati essi stessi regolatori”, riferendosi implicitamente all’ex presidente della Fed, Alan Greenspan.

Difatti la fiducia diffusa nelle ipotesi dei mercati efficienti ha svolto un ruolo determinante negli errori commessi dalla Federal Reserve. Come ricorda Stiglitz, se quell’ipotesi fosse vera, le bolle non esisterebbero. Pur non essendosi spinti fino a tal punto, gli esperti della Fed hanno affermato che nessuno poteva provare l’esistenza di una bolla fino a quando questa non fosse scoppiata, e quindi le bolle erano, in un certo senso, imprevedibili. La Fed aveva ragione nel dire che non si può essere sicuri dell’esistenza di una bolla finché non scoppia, ma si possono articolare diverse formulazioni probabilistiche. Inoltre la banca centrale aveva concentrato tutta l’attenzione sui prezzi dei beni e dei servizi, rendendosi miopi in merito ai prezzi degli *asset*, e non aveva tenuto in considerazione un aumento dei tassi d’interesse. Nell’ottica degli esperti, un tale innalzamento avrebbe portato unicamente ad una contrazione dell’economia ma ciò non li giustifica dal mancato utilizzo degli altri strumenti a disposizione, che sono stati volontariamente accantonati (ad es. una limitazione all’espansione eccessiva del *loan to value*).

Una delle ragioni per cui la Fed era così indifferente alla bolla si basava su un’altra credenza sbagliata: qualsiasi problema si fosse presentato, sarebbe stato facile affrontarlo. Infatti credevano nel modello della cartolarizzazione, secondo il quale i rischi erano stati diffusi e distribuiti in tutto il mondo a tal punto che il sistema economico globale poteva facilmente assorbirli. Qui Stiglitz afferma che la Fed ha commesso due errori. Innanzitutto (come le banche d’investimento e le agenzie di *rating*) ha sottovalutato l’entità della correlazione; i mercati immobiliari degli Stati Uniti (e di gran parte dei paesi) potevano anche crollare tutti insieme e per ovvie ragioni. In secondo luogo, ha sopravvalutato la

---

<sup>34</sup> Stiglitz J.E., *Too big to succeed*, The Guardian, 13 December 2009



portata della diversificazione. Insomma aveva sottovalutato i fattori che incentivavano un'assunzione eccessiva di rischi e sopravvalutato la competenza delle banche in materia di gestione del rischio.

Insomma questa crisi ha permesso di capire come i mercati siano il cuore pulsante di qualsiasi economia efficiente, ma allo stesso tempo come da soli in realtà non possano funzionare. In questo senso Stiglitz si riconosce nella tradizione di John Maynard Keynes, secondo la quale lo Stato ha un ruolo da svolgere, che non deve ridursi ad andare in soccorso dell'economia quando i mercati entrano in crisi oppure a intervenire con la regolamentazione dei mercati per evitare le situazioni che abbiamo vissuto. Le economie hanno bisogno di un equilibrio tra il ruolo dei mercati e quello dello Stato e dell'importante contributo di istituzioni non commerciali e non governative. Negli ultimi venticinque anni, l'America ha perso questo equilibrio e ha diffuso il suo sbilanciamento in tutto il mondo.

### 3.2 YANIS VAROUFAKIS E IL GRANDE MINOTAURO

*Yanis Varoufakis, economista e politico greco, è noto per i suoi studi economici anti-austerità e contro le disuguaglianze. Nel 2015 è stato ministro delle Finanze nel governo Tsipras; attualmente è professore di Teoria Economica all'Università di Atene.*

Andando a ricercare le cause della crisi USA nel 2008 e poi dell'eurozona nel 2010, Varoufakis elenca tre condizioni di partenza:

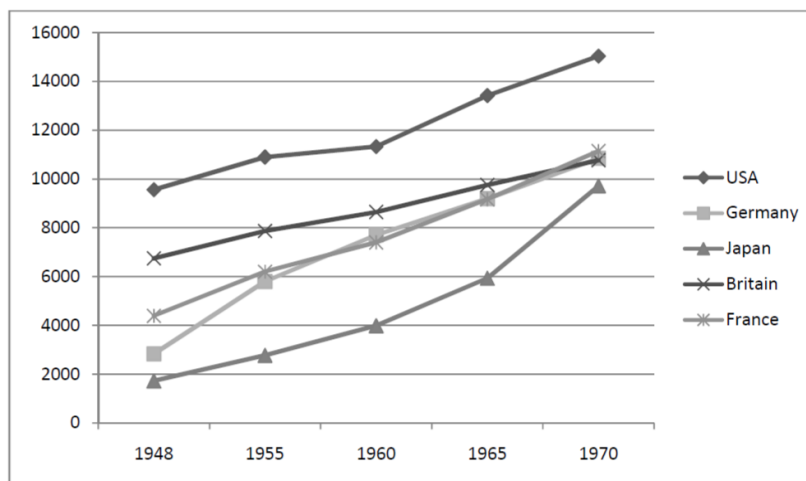
- a partire dagli anni '80, l'avidità economica e finanziaria divenne moralmente accettabile;
- il settore finanziario si ingigantì con pratiche predatorie, a volte criminali, proponendo prodotti finanziari sempre più discutibili;
- i governi di tutto il mondo furono accondiscendenti con le nuove pratiche e applicarono una deregolamentazione dei mercati che, al contrario, necessitavano di uno stretto controllo.

Queste tre condizioni non giustificano, di per sé, lo scoppio della crisi. Per ricercare le cause reali, Varoufakis parte dal meccanismo di riciclo dei surplus (*Surplus Recycling Mechanism – SRM*), messo in atto dagli USA a partire dagli anni '80. Esso si basava su una combinazione di due deficit statunitensi (commerciale e governativo) associata a un forte surplus di capitali da parte del resto del mondo. Prima di quegli anni, il meccanismo aveva operato in senso inverso e – dagli accordi di Bretton Wood del 1944 fino alla fine degli anni '70 – aveva consentito di esportare i capitali americani in surplus verso gli alleati americani dell'Europa e dell'Asia, sia per favorire il benessere di quei paesi sia per mantenere alta la domanda estera di merci americane.

Il piano per il riciclo dei surplus del dopo guerra diede inizio, secondo Varoufakis, al cosiddetto *Global Plan*. Il suo nome formale era *European Recovery Plan* o più semplicemente Piano Marshall e fu responsabile della più lunga, stabile, equilibrata crescita mai verificatasi nelle società industrializzate. Essenziale al successo del piano era la costante trasfusione di capitali dagli USA verso le economie di Giappone e Germania per supportare la loro crescita economica e favorire l'export dei prodotti statunitensi. Inoltre, il piano indirettamente agevolò la nascita di altre zone economiche, sviluppate attorno a Germania e

Giappone, per favorire l'assorbimento dei surplus che tali economie rinate man mano generavano. Lo spazio economico europeo nacque proprio in quel contesto storico.

**Fig 12: Andamento del PIL reale pro capite durante il Global Plan**



Real GDP per capita during period of the *Global Plan*

Fonte: *il Minotauro Globale, Yanis Varoufakis, Asterios*

Gli accordi di Bretton Woods (con le valute europee agganciate ad un tasso di cambio fisso nei confronti del dollaro) favorivano a tal punto il *Global Plan* da garantire agli USA un esorbitante privilegio: stampare moneta senza alcun vincolo da parte di istituzioni internazionali. Ciò portò Charles De Gaulle, presidente francese, e gli altri alleati europei ad accusare gli Stati Uniti di voler allargare la propria influenza attraverso il denaro dato a prestito, minando le prospettive dei paesi debitori.

Questa motivazione, assieme alla crisi petrolifera e la conseguente stagflazione, portò nel 1971 alla fine degli accordi di Bretton Woods, che coincise sostanzialmente con la fine del *Global Plan*. Negli anni seguenti, anche a causa della dispendiosa guerra in Vietnam, gli Stati Uniti si trovarono a dover gestire i crescenti deficit interni, commerciali e governativo. Anziché “stringere la cinghia” e ridurre i deficit, fu messo in atto un piano di SRM che consentiva, al contrario, di farli crescere enormemente in combinazione con un enorme afflusso di capitali verso gli Stati Uniti. Quest’ultimi potevano quindi permettersi di avere un crescente deficit della bilancia commerciale e contemporaneamente, con le politiche avviate da Reagan, finanziare l’enorme budget per la difesa e il gigantesco taglio fiscale per i ceti più alti. Si consolidava quindi, per gli USA, il privilegio di espandere praticamente senza limite i suoi due deficit, commerciale e governativo, grazie ai flussi di capitali che arrivavano dal

resto del mondo. L'egemonia americana aveva trovato una nuova strada per imporsi e sorgeva quello che Varoufakis chiama il regno del *Global Minotaur*.

Nella ricostruzione di Varoufakis, il Minotauro si "alimentava" sia dei prodotti frutto dei surplus industriali di Giappone e Europa (principalmente la Germania), sia dei surplus di capitali che affluivano verso la Borsa di New York. Sono tre i motivi per cui, pur in presenza di deficit in crescita, i capitali arrivavano massicciamente negli USA:

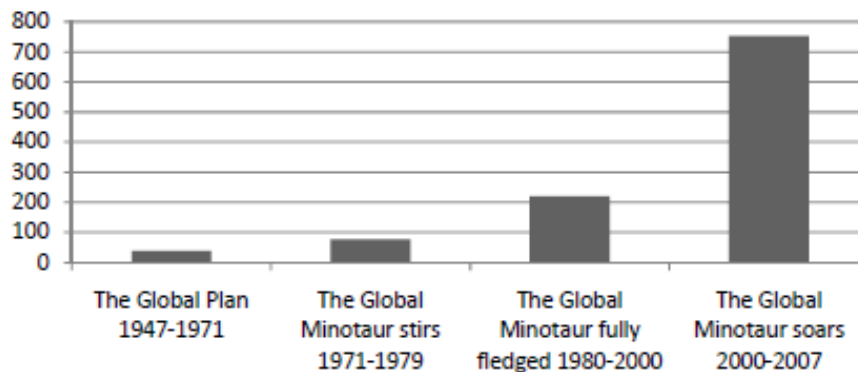
- lo status del dollaro quale valuta di riserva mondiale; con la fine di Bretton Woods, lo shock derivante dalla possibilità per le valute di fluttuare liberamente provocò una fuga verso il dollaro. Inoltre, poiché il mercato delle materie prime mondiali è denominato in dollari, la domanda di valuta statunitense non è direttamente correlata alla domanda di beni e servizi lì prodotti e questa è una peculiarità mondiale di cui gli USA beneficiano.
- i costi bassi di manodopera e l'aumento della produttività del lavoro negli USA; a partire dalla metà degli anni 70, i salari reali negli USA rimasero stagnanti e la produttività – grazie all'impiego di nuove tecnologie e all'intensificazione dei processi lavorativi – aumentò considerevolmente. Come conseguenza, i profitti delle società americane crebbero a dismisura e con essi il flusso dei capitali dal resto del mondo verso New York.

**Fig 13: Andamento dei salari e della produttività lavorativa negli USA**



Fonte: *What attracted so much capital to New York, prior to 2008? The Global Minotaur's charms, Febbraio 2011*

**Fig 14: Andamento dei salari e della produttività lavorativa negli USA**



Fonte: *What attracted so much capital to New York, prior to 2008? The Global Minotaur's charms, Febbraio 2011*

- motivazioni geopolitiche; il fatto che gli Stati Uniti fossero alla guida dell'Occidente non solo nell'economia ma anche nelle strategie geopolitiche, a detta di Varoufakis, non deve essere minimizzato. Infatti gli Usa, a cavallo tra gli anni '70 e '80, riuscirono ad allargare la propria influenza sia su molti paesi del blocco sovietico ormai in crisi, sia su diverse nazioni del Terzo Mondo. Ciò fu possibile perché questi Stati accumularono un crescente debito nei confronti delle istituzioni finanziarie occidentali e si resero estremamente sensibili ad eventuali aumenti del tasso di interesse. Era solo una questione di tempo e quando tale aumento avvenne, il Fondo Monetario Internazionale li aiutò a ripagare i prestiti ad un prezzo esorbitante: piena liberalizzazione dei movimenti di capitali, smantellamento del settore pubblico, vendita degli *asset* più redditizi alle imprese occidentali. Tali riforme portarono ad un aumento dei capitali presenti nel mercato finanziario occidentale e produsse nuova linfa a beneficio del *Global Minotaur*.

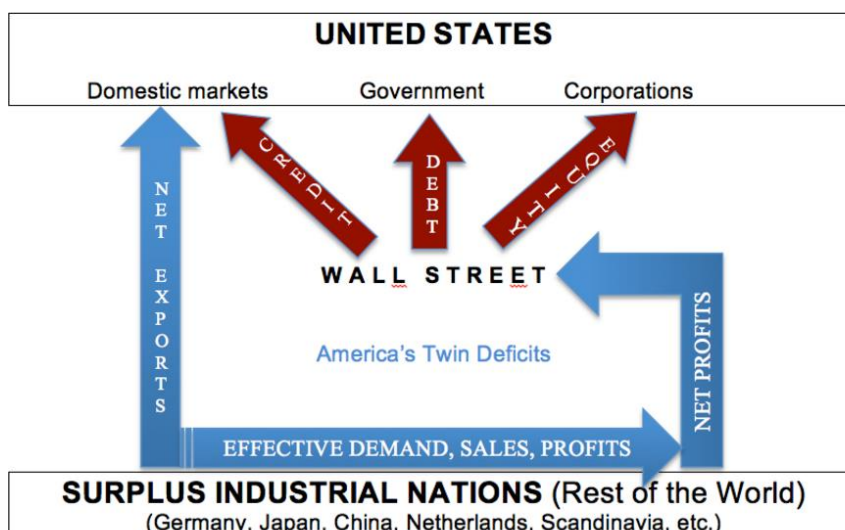
Per circa 20 anni, fino alla crisi del 2008, gli USA agirono come un gigantesco "aspiratore" (*Grand Hoover*) sia per assorbire i surplus commerciali di Germania, Giappone e – più tardi – la Cina, sia per attirare su Wall Street un ammontare di nuovi capitali dell'ordine di 3-5 miliardi di dollari ogni giorno (circa il 70% del profitto dei capitalisti Euroasiatici).

Per impiegare questo enorme flusso di denaro proveniente dal resto del mondo, che Varoufakis definisce *private money*, i banchieri iniziarono a dedicarsi a tecniche avanzate di ingegneria finanziaria facendo esplodere l'impiego di prodotti derivati quali CDO, CDS e

simili e consolidando il fenomeno di “finanziarizzazione dell’economia”. Tali prodotti, che ampliavano la base di *private money*, venivano prezzati a valori proporzionati al grado di fiducia che il pubblico vi riponeva; all’inizio, la fiducia era elevata e tali prodotti erano usati per investimenti, come *collateral* nel commercio e come mezzi di scambio tra istituzioni finanziarie. Nel 2007, per un dollaro emesso dalla Fed circolavano circa 50 dollari di “moneta privata”. Bastò però una lieve flessione nel mercato immobiliare americano per generare dubbi sul valore reale di tale moneta.

L’analisi sulla necessità, da parte degli USA, di attrarre per decenni, secondo la politica del *Grand Hoover*, enormi masse di capitali provenienti dal resto del mondo per alimentare il crescente deficit governativo e bilanciare la sostenuta domanda di beni e servizi dall’estero, porta Varoufakis a considerare l’avidità dei banchieri e le tecniche spregiudicate di finanziarizzazione del debito come mere conseguenze di quei processi economici. Il problema dei titoli tossici sui mutui americani e delle politiche eccessivamente permissive dei regolatori sono unicamente sottoprodotti dello “tsunami” di capitali che si è abbattuto sugli Stati Uniti per almeno due decenni allo scopo di alimentare il meccanismo di *Global Surplus Recycling* e chiudere il cerchio dei flussi mondiali di merci e capitali.

**Fig. 14: Diagramma del flusso circolare globale di beni e capitali**

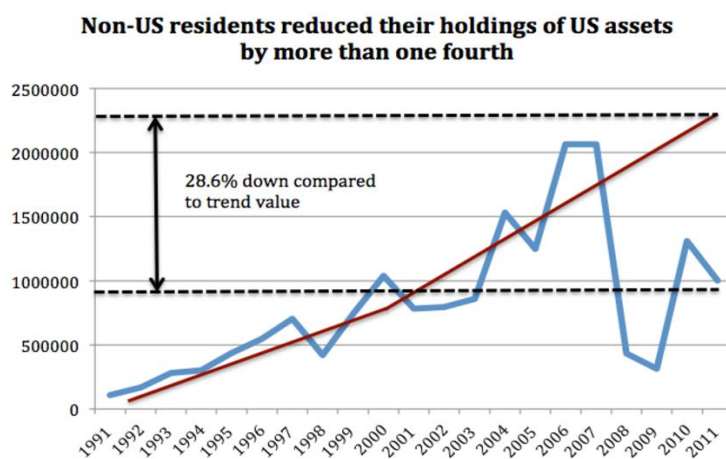


Fonte: *A world without the Global Minotaur: Why is the world economy failing to recover?*, November 2012

Con il crollo del 2008, enormi piramidi di *private money* si sono ridotte in cenere e Wall Street ha perso improvvisamente la capacità di chiudere il ciclo di *Surplus Recycling*. Il

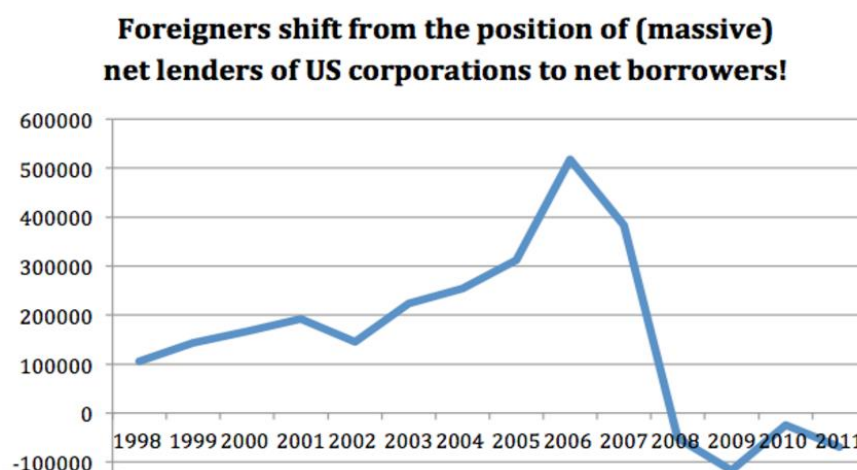
collasso dei ricavi (da lavoro e da capitale) che ne è derivato e la generale perdita di valore degli *asset* hanno reso inevitabile, per gli americani, una drastica riduzione dei consumi dei beni di importazione. Nel 2011 gli USA hanno generato una quantità di domanda di merci estere minore del 23.7% rispetto al trend atteso con i volumi pre-crisi. Nello stesso anno la capacità di Wall Street di attrarre capitali privati dall'estero per investimento si è ridotta del 28,6% rispetto al livello atteso con il trend pre-2008. Inoltre, i capitali netti esteri arrivati in forma di prestiti alle società americane sono passati da un volume pari a 500 miliardi di dollari nel 2006 a -50 miliardi nel 2011.

**Fig. 16: Capitali per investimento provenienti dall'estero**



Fonte: *A world without the Global Minotaur: Why is the world economy failing to recover?*, November 2012

**Fig. 17: Capitali di prestito provenienti dall'estero**



Fonte: *A world without the Global Minotaur: Why is the world economy failing to recover?*, November 2012

In conclusione, secondo Varoufakis, con la crisi del 2008-2009 il *Global Minotaur* è morto e le dinamiche che hanno regolato i suoi meccanismi di funzionamento sono definitivamente cessate. Rimane tuttora insoddisfatta la necessità di un nuovo meccanismo di *Global Surplus Recycling* che consenta di chiudere il cerchio dei flussi mondiali di allocazione dei surplus e di finanziamento dei deficit. Dal suo punto di vista, la correzione dei trend post-crisi ha lasciato intatta la situazione di instabilità degli equilibri finanziari mondiali. Inoltre, la condizione recessiva non facilita l'allocazione produttiva di quel 25% dei ricavi mondiali, detenuti in forma di risparmio, che fluttuano nei mercati finanziari alla ricerca di qualche utile.



### 3.3 UN PUNTO DI VISTA ALTERNATIVO: FRANCESCO SYLOS LABINI

*Francesco Sylos Labini, figlio del noto economista Paolo, è un ricercatore di fisica presso il Centro Enrico Fermi di Roma, è noto per i suoi studi sui sistemi complessi e per la loro applicazione anche in ambito economico; è oppositore delle teorie del neoliberismo, del quale contesta le fondamenta scientifiche.*

#### 3.3.1 CRITICHE ALLA TEORIA MAINSTREAM

***‘If these things were so large, how come everyone missed them?’***

*Domanda posta da Sua Maestà la Regina Elisabetta II d’Inghilterra ai professori della London School of Economics durante una visita nel novembre del 2008*

Il 5 novembre del 2008 la Regina d’Inghilterra visitò la prestigiosa London School of Economics e durante la cerimonia fece una domanda che passò alla storia come “la domanda della regina”. Non vi sono versioni concordi sull’esatta frase pronunciata ma il concetto era il seguente: “Come è possibile che la quasi totalità degli economisti non sia riuscita a prevedere la crisi finanziaria?” È indubbio, infatti che, nell’autunno del 2008, il fallimento della Lehman Brothers abbia originato la più grande crisi finanziaria dal 1929 e alla conseguente recessione di molti paesi che ancora oggi perdura e che economisti conosciuti in tutto il mondo non siano stati in grado né di prevedere la crisi, né di interpretare correttamente ciò che stava accadendo dopo che la bolla era già scoppiata.

Due autorevoli economisti inglesi, Tim Besley e Peter Hennessey, hanno poi scritto alla Regina una lettera, affermando che una delle cause maggiori dell’incapacità percepire tempestivamente il crollo imminente è riconducibile alla formazione inadeguata degli economisti, impegnati prevalentemente su processi matematici: “un fallimento dell’immaginazione collettiva di molte persone brillanti, sia in questo paese sia a livello internazionale nel comprendere i rischi per il sistema nel suo complesso”.<sup>35</sup>

---

<sup>35</sup> *The Global financial Crisis – Why Didn’t Anybody Notice?* British Academy Forum, 17 June 2009

La domanda della Regina mette a fuoco il problema delle previsioni in economia. Mentre nel caso dei fenomeni naturali non si può intervenire sulle leggi che regolano la loro dinamica, nel caso dell'economia queste leggi non sono immutabili e sono frutto delle decisioni umane. Dunque i decisori politici e l'opinione pubblica nel suo insieme dovrebbero, secondo Sylos Labini, essere molto sensibili al tema delle previsioni e alla capacità dei modelli teorici di spiegare la realtà.

A distanza di più di 7 anni dal fallimento di Lehman Brothers, la crisi non può considerarsi ancora alle spalle mentre poco sembra essersi modificato nei principali organismi internazionali e nel governo degli Stati. Negli ultimi tempi, una schiera crescente di attori della crisi sta sviluppando una riflessione sugli errori commessi e sulle possibili correzioni da applicare per contrastare il declino economico che si è inevitabilmente affermato<sup>36</sup>. Tante perplessità hanno iniziato infatti ad accumularsi intorno al principio della cosiddetta “austerità espansiva”, che ha trovato la sua ragion d'essere nel giudicare come capro espiatorio la “finanza allegra” degli Stati, tralasciando il fatto che il dissesto dei bilanci statali era stato scaturito dal salvataggio pubblico di un sistema finanziario ormai al collasso.

I ripensamenti sull'inattendibilità dell' “austerità espansiva” sembrano riguardare prevalentemente l'esito recessivo immediato che tale metodo ha causato. L'opinione principale sull'origine della crisi è ancora legato all'idea che l'economia possa subire degli shock, ma che sia poi in grado di tornare allo stato della piena occupazione delle risorse, e che sia sufficiente tenere sotto controllo le turbolenze dei mercati finanziari sotto il profilo della loro regolamentazione. “Non fa invece parte di queste valutazioni l'idea che la crisi finanziaria sia l'epifenomeno di una profonda crisi dell'economia reale, una crisi di domanda che la finanza ha drogato drogando sempre più se stessa.”<sup>37</sup> È innegabile che la differente interpretazione della crisi influenzi le terapie che vengono applicate per un suo superamento e che, ovviamente, i risultati di tali terapie saranno tanto più efficaci quanto più il “modello” interpretativo della crisi sappia indicare i suoi fondamenti reali. È proprio da questo punto che nasce il problema maggiore.

---

<sup>36</sup> Cfr. ad esempio la recente pubblicazione del Fondo Monetario Internazionale: Ostry J.D., Loungani P., Furceri D., “*Neoliberalism: Oversold*”, Finance & Development, June 2016

<sup>37</sup> Palma D., Sylos Labini F., *Neoliberismo ed egemonia culturale*, La Costituente, 17 dicembre 2013

Per il fisico italiano, nel momento in cui si discute di economia non ci si può rapportare nella stessa misura di una disciplina delle scienze naturali, perché l'oggetto del suo studio è la società, con caratteristiche culturali determinate storicamente. Infatti in un articolo sulla rivista "La Costituente" egli afferma che: "nell'interpretazione dei fatti economici, guardare a un "modello" piuttosto che ad un altro non significa semplicemente introdurre assunzioni alternative in grado di testare la validità del modello stesso, così come accade nelle scienze naturali; al contrario, significa sposare visioni alternative del mondo in cui la componente egemonica della cultura dominante in ogni periodo svolge inevitabilmente un ruolo determinante. In questo senso è possibile affermare che la genesi della crisi, il suo svolgimento, le possibilità di uscirne nonché gli effetti sull'economia che l'attraversano, sono intrinsecamente collegati ad un problema di egemonia culturale."<sup>38</sup>

La modalità con la quale il pensiero economico dominante si è confrontata con la crisi fin dal principio è caratteristico della visione *mainstream*, che trova le sue fondamenta nella cosiddetta teoria neoclassica: l'economia è concepita come una scienza che studia le scelte alternative tra risorse scarse, e il mercato è il luogo di allocazione ottima delle risorse, garantita da soggetti razionali in grado di utilizzare tutta l'informazione disponibile veicolata dai prezzi che di tali risorse misurano la scarsità. Nel mercato si determina "naturalmente" un equilibrio che è il punto di incontro tra domanda e offerta, secondo un processo che è di tipo esclusivamente logico e che quindi prescinde totalmente dalla diversità tra economia nel tempo e nello spazio. Eventuali scostamenti dell'equilibrio del mercato hanno solo natura temporanea perché il sistema economico è destinato a convergere verso l'equilibrio. In tale contesto la crisi non può essere prevista semplicemente perché non è neppure concepita. Ed anche di fronte al suo manifestarsi è possibile attribuirle il carattere della momentanea accidentalità, oppure individuare imperfezioni del mercato che non consentono il raggiungimento dell'equilibrio.

Numerosi economisti hanno difatti interpretato la crisi finanziaria attraverso il preconconcetto ideologico secondo il quale la crisi del 2008 sia stata causata da episodi del tutto imprevedibili, come il dissesto della Lehman Brothers, ma che i mercati deregolamentati, stabili per natura, non avrebbero potuto causare nessuna ripercussione sull'economia reale. Tale interpretazione, che ha influito sulle scelte politiche e condizionato l'opinione pubblica,

---

<sup>38</sup> Palma D., Sylos Labini F., *Neoliberismo ed egemonia culturale*, La Costituente, 17 dicembre 2013

ha origine da pregiudizi teorici secondo cui i mercati deregolati sarebbero efficienti e gli agenti razionali dovrebbero aggiustare velocemente ogni prezzo non completamente corretto e ogni errore di valutazione. Tale equilibrio dovrebbe mantenersi in maniera stabile, per cui la crisi può essere stata causata solamente da grandi perturbazioni esogene, ma non di certo dal mercato stesso.

Secondo Sylos Labini, tali preconcetti teorici hanno origine da un'eccessiva semplificazione del problema in cui l'idealizzazione, oltre ad essere estremamente diversa dalla realtà, è totalmente ininfluenza nella comprensione della realtà stessa. Negli ultimi vent'anni i fisici che studiano la complessità si occupano di sistemi con comportamenti intermittenti non dissimili da quelli dei mercati finanziari, la cui natura ha origine da effetti collettivi. I singoli costituenti elementari si comportano in modo relativamente semplice mentre le interazioni conducono a nuovi fenomeni emergenti, così che l'insieme ha un comportamento sostanzialmente differente da quello delle singole parti. Come conseguenza, uno stato di equilibrio esistente teoricamente può anche essere all'atto pratico completamente irrilevante, a causa dell'eccessivo tempo per raggiungerlo. Inoltre tali sistemi sono per loro natura intrinsecamente fragili rispetto all'azione delle piccole perturbazioni, evolvendo in modo intermittente con un susseguirsi di epoche stabili intervallate da cambiamenti rapidi e imprevedibili. Un valido esempio può essere il caso del terremoto in cui sono presenti epoche di relativa stabilità in cui si accumula tutta l'energia che sarà rilasciata durante la scarica. Pertanto, fino al momento in cui non si interverrà sulle cause endogene della crisi e sui pregiudizi teorici che sono la base dei mercati deregolamentati, altre crisi, come quella di otto anni fa, potranno verificarsi senza preavviso.

Seguendo il pensiero del fisico italiano, la visione che ha determinato la nascita della dottrina economica e la sua affermazione con il pensiero di Adam Smith tende a definire che l'economia piuttosto è una riflessione scientifica sulla società, tesa a studiare le caratteristiche che ne assicurano le condizioni di riproducibilità ed eventualmente di sviluppo in un contesto sociale, istituzionale e normativo che condiziona il ruolo e l'azione dei soggetti. Infatti si parla di economia politica, guardando al mercato come a un complesso sistema istituzionale di norme storicamente determinato e privo di qualsiasi connotato di naturalità, che non è detto che assicuri il pieno impiego delle risorse.

L'approccio dell'economia politica è dunque intrinsecamente predisposto a concepire il prodursi di crisi e la necessità di operare nel mercato quei correttivi che assicurino almeno la riproducibilità del sistema economico. Di fatto la visione dell'economia politica – fin dalle analisi di Ricardo, poi di Marx per arrivare fino a Keynes – è ancorata a una rappresentazione del sistema economico in cui la dimensione delle classi sociali e la diversità di interessi che a queste si associano ne determinano un assetto fondamentalmente instabile.

Alla luce di ciò, come sostiene Francesco Sylos Labini, è evidente come nella teoria neoclassica non sia presente alcun tipo di ruolo della politica, e che questa sia invece subordinata al mercato, adoperandosi in modo "tecnocratico" al fine di facilitarne il funzionamento. Il predominio ormai trentennale di questa teoria ha dato però origine ad una egemonia culturale, che nonostante la crisi insistente, continua ad essere presente. Ciò è possibile in quanto, nella loro visione, il sistema economico sarebbe suscettibile di essere studiato secondo un metodo che si basa sulle leggi delle scienze naturali, escludendo l'esistenza di qualsiasi dimensione ideologica alternativa con la quale confrontarsi. "In questo modo la visione neoclassica *mainstream* ha goduto (e tutt'ora gode) della possibilità di blindarsi attraverso il portato assiomatico dei suoi assunti. E così facendo lascia trasparire che le uniche discussioni ammissibili sono quelle condotte entro la propria cinta concettuale."<sup>39</sup>

Questa condizione porta ad un forte predominio degli economisti neoliberalisti nell'ambiente accademico, a ragione del quale è presente una forte preponderanza di economisti *mainstream* in diversi ambiti: sia nei media, sia in politica, sia nelle istituzioni internazionali. Il fisico italiano sottolinea come questa egemonia ha aperto le porte alle misure di austerità e alla privatizzazione dei servizi di base, mentre il ruolo del settore finanziario e la necessità di riformarlo sembrano essere stati completamente dimenticati. Come conseguenza, sono saltati riferimenti intellettuali e culturali differenti da quelli del paradigma economico dominante che, dunque, diviene l'unico pensiero possibile.

La domanda da porsi, nonostante tutto, resta: "com'è possibile che una valutazione così errata sia potuta accadere?". È chiaro infatti che ci sia un problema fondamentale con l'attuale corso della disciplina economica se la più grande crisi globale mai avvenuta dal 1929 è esplosa lasciando la maggior parte degli economisti sorpresi. Per Sylos Labini è

---

<sup>39</sup> Palma D., Sylos Labini F., *Neoliberalismo ed egemonia culturale*, La Costituente, 17 dicembre 2013

necessario fare un confronto con l'epistemologia della scienza naturale perché è proprio in quest'ambito che la veste tecnico-scientifica e depoliticizzata dell'economia gioca un ruolo chiave.

### 3.3.2 CONFRONTO CON LE SCIENZE NATURALI

La visione neoclassica, nel corso del tempo, ha cercato di annoverare sempre di più l'economia tra le discipline scientifiche, unendo l'apporto delle scienze matematiche a una forte depoliticizzazione. Molti economisti *mainstream* hanno sostenuto con decisione questa tesi; ad esempio Milton Friedman esaltava il potere predittivo dell'economia, al pari di quello della fisica<sup>40</sup>.

Francesco Sylos Labini contesta tale assunto negando che le soluzioni proposte dalle scienze economiche scaturiscano da analisi scientifiche, basate su un confronto tra teoria ed osservazione empirica. Difatti anche gli economisti neoliberisti dichiarano di procedere ad una verifica empirica delle loro teorie ma Sylos Labini si chiede: “quando gli economisti si sporcano le mani con i dati (come alcuni dichiarano di fare) siamo sicuri che il risultato alla fine non sia quello di sporcare i dati con le ideologie, con quelle ideologie che invece guidano molte delle ricette che sono propinate come soluzioni scientifiche?”<sup>41</sup>. E proseguendo afferma: "Vorrebbero il prestigio in una scienza dura senza pagare il dazio della falsificabilità, che è la vera e unica chiave di volta d'ogni scienza dura". Il fisico italiano si sofferma molto su questo punto in quanto per lui “se non si ammette che la crisi economica abbia prodotto una chiara crisi nei modelli economici dominanti, e se sono sempre gli economisti *mainstream*, indipendentemente dalla bontà del loro previsioni, a suggerire scelte cruciali in campo economico (ovvero in qualsiasi campo della vita pubblica) con ogni probabilità si continueranno a fare scelte sbagliate che peggioreranno le cose, mascherandole però da scelte dettate da una scienza naturale”.<sup>42</sup>

Quando si formula una teoria scientifica è necessario assumere delle ipotesi di lavoro, schematizzare il problema, identificare quali sono le variabili rilevanti del problema e quali sono quelle che si possono trascurare. Nella sua essenza, questo è proprio il lavoro dello

---

<sup>40</sup> Friedman M., *The Methodology of Positive Economics, Essays In Positive Economics*, University of Chicago Press, 1966

<sup>41</sup> Sylos Labini F., *Rischio e previsione – Cosa può dirci la scienza sulla crisi*, Laterza, Bari, 2016

<sup>42</sup> Palma D., Sylos Labini F., *Neoliberismo ed egemonia culturale*, La Costituente, 17 dicembre 2013

scienziato: capire, tra le tante variabili di un fenomeno, quale sono quelle chiave e quali approssimazioni consentono di descrivere il problema al meglio. In ogni caso la possibilità che una teoria sia confermabile, ovvero la possibilità di acquisire un certo grado di sostegno attraverso il confronto delle sue previsioni con le osservazioni empiriche, è un buon criterio di demarcazione tra scienza e non scienza. Tuttavia l'ipotesi dei mercati efficienti fornisce una nuova prospettiva: le previsioni della teoria influenzano la realtà, modificandola, con il risultato di invalidare le previsioni stesse, situazione che implica per definizione l'imprevedibilità dei mercati. Qualcuno ha elevato questo fatto a principio: "è un principio fondamentale che non ci possono essere vie affidabile per prevenire una crisi".<sup>43</sup>

Secondo Robert Lucas, la concezione dell'economia neoclassica è basata sulla nozione di stabilità, cioè sull'idea che i mercati si bilancino spontaneamente, per cui ogni variazione dei prezzi sarebbe rapidamente assorbita, così che i mercati tenderebbero naturalmente verso uno stato di equilibrio. La fisica ci insegna però che l'equilibrio può avere varie forme e che il raggiungimento di uno stato di equilibrio stabile non è un fatto generale di natura. Difatti non sempre un sistema fisico si trova vicino a uno stato di equilibrio stabile; è più probabile che sia uno stato di quasi stazionarietà che potrebbe cambiare in maniera improvvisa e repentina. Nella realtà molti sistemi fisici, composti da tanti costituenti in interazione fra loro, sono spesso caratterizzati dall'essere intrinsecamente instabili: il concetto di equilibrio stabile non è pertanto rilevante per la comprensione della loro dinamica.

Per il fisico italiano, c'è dunque una situazione paradossale nell'economia neoclassica: da una parte si è imposta l'idea, supportata da teoremi matematici, che i mercati siano delle macchine con meravigliose proprietà di autoregolamentazione e stabilizzazione dell'economia, mentre dall'altra parte la teoria economica neoclassica non ha beneficiato delle più importanti idee scientifiche sviluppate nell'ultimo cinquantennio. In realtà quello che è successo è stata la trasformazione dell'economia in una disciplina assiomatica, in cui le ipotesi e le assunzioni sono diventate dei dogmi indiscutibili che non richiedono più alcuna verifica osservativa: la razionalità degli agenti economici, la mano invisibile e l'efficienza dei mercati finanziari. Questi concetti sono diventati così forti da sostituire la realtà empirica: un fatto inconcepibile per uno scienziato naturale.

---

<sup>43</sup> Levine D.K., *Why Economic Are Right: Rational Expectations and the Uncertainty Principle in Economics*, Huffington Post, 26 gennaio 2012

Una conoscenza più approfondita dei metodi e dei concetti delle scienze naturali sviluppati nell'ultimo secolo potrebbero essere utili a inquadrare il problema economico in una prospettiva meno ideologica. Ad esempio Philip W. Anderson, nel 1972, ha dimostrato che i singoli elementi hanno un comportamento relativamente semplice, ma che le loro interazioni portano a strutture complesse e a nuovi fenomeni emergenti.<sup>44</sup> Per questo motivo, il comportamento dell'insieme è fondamentalmente diverso da qualsiasi sua sottoparte elementare. La realtà ha dunque una struttura gerarchica e ad ogni livello della gerarchia è necessario introdurre concetti e idee diverse da quelli utilizzati nel livello precedente. In altre parole, dalla conoscenza delle leggi fondamentali che regolano l'interazione tra particelle elementari non è possibile capire sistemi più complessi, come i sistemi biologici e gli aggregati sociali. Questa situazione porta ad un'interessante considerazione: a differenza della fisica riduzionista – quel campo che cerca di spiegare qualsiasi cosa in termini di particelle elementari e delle loro interazioni –, la comprensione di un fenomeno di un'organizzazione collettiva molto difficilmente avviene attraverso la deduzione. Il procedimento logico-deduttivo mostra dunque un limite fondamentale quando è applicato ai fenomeni complessi.

Un altro esempio può essere il fenomeno collettivo sociale in cui la tendenza all'imitazione degli altri individui è molto forte, ad esempio il volo degli uccelli in stormi. Tale situazione può verificarsi anche nei mercati finanziari, dove si assiste alla formazione di trend, di flussi di opinione e più in generale dei cosiddetti “effetti gregge” nei comportamenti sociali: anche in questo caso regole d'interazione abbastanza semplici danno luogo al comportamento collettivo nel suo complesso. In particolare, nei mercati finanziari, i meccanismi imitativi possono essere all'origine delle bolle speculative, durante le quali gli operatori finanziari comprano (o vendono) solo basandosi sul fatto che molti altri lo fanno, spingendo in tal modo il prezzo sempre più in alto (o in basso). Questi comportamenti collettivi non sono in alcun modo descritti o considerati dalla teoria in cui gli ipotetici agenti razionali, basandosi su informazioni complete, ottimizzano il proprio guadagno. Tuttavia essi possono essere alla base della formazione estemporanea delle grandi fluttuazioni nei mercati, le cui cause ultime sono però di natura politica. In sostanza un'intera società può sviluppare comportamenti globali grazie all'interazione tra i suoi componenti elementari; questo è

---

<sup>44</sup> Anderson P.W., *More is different*, Science, vol. 177, n. 4047, 4 August 1972



proprio l'ambito di studio della macroeconomia. Il fondamentalismo del mercato però nega questa branca, affermando che solo la microsfera sia degna di analisi, proponendosi di interpretare l'insieme macroeconomico semplicemente come una conseguenza dei comportamenti dei singoli agenti microeconomici.

In conclusione quindi Sylos Labini sottolinea come l'economia neoclassica, non considerando la complessità degli aggregati sociali, la struttura delle interazioni tra gli agenti, i percorsi storici che hanno dato luogo ai mercati moderni, compie un percorso che, partendo dall'aspirazione di assomigliare alle scienze fisiche, finisce invece con il diventare una vera e propria ideologia politica caratterizzata da una grande dose di dogmatismo: questa trasformazione è testimoniata in maniera chiara dal fallimento delle previsioni. D'altra parte, quando si passa da una descrizione che mette al centro l'azione del singolo agente che massimizza il suo beneficio a quella di un insieme di agenti che agiscono in interazione l'uno contro l'altro, si deve necessariamente passare a considerare le leggi che regolano queste interazioni, come si sono sviluppate e a quali comportamenti collettivi danno luogo. In altre parole, è necessario considerare l'evoluzione storica degli aggregati sociali in combinazione con le particolari condizioni sociologiche e giuridiche. In breve, è necessario considerare l'economia una scienza sociale.

## CONCLUSIONE

Il presente elaborato nasce allo scopo di ripercorrere le principali tappe della visione neoliberista, dalle sue origini fino alla crisi del 2007-2008, mostrando la correlazione esistente tra le politiche di liberalizzazione e *deregulation* e lo scoppio della bolla finanziaria, sviluppando inoltre un dibattito tra autori di correnti opposte proprio su questo tema.

È indubbio che tale crisi finanziaria sia stata uno spartiacque notevole nel dibattito sul pensiero economico, in quanto ha improvvisamente messo a nudo tutte le criticità delle teorie del *Washington Consensus*, fino a quel momento considerate le uniche valide nell'intero panorama accademico. Infatti il fallimento evidente dei modelli previsivi ha lasciato sbigottiti numerosi economisti *mainstream* e ciò ha permesso un dibattito su temi prima considerati intoccabili, quali una maggiore regolamentazione dei mercati (prioritariamente quello dei derivati), un più ampio intervento dello Stato nell'economia, il ridimensionamento del peso delle agenzie di rating.

La principale criticità del pensiero neoliberista sta nell'obiettivo di racchiudere l'intero ambito economico in un modello, completamente schematizzato in formule matematiche. Nei suoi lavori alla Chicago School, Eugene Fama dimostrava scientificamente come il mercato, lasciato libero da condizionamenti esterni, possa raggiungere la massima efficienza in un punto di equilibrio stabile. Ciò è possibile in quanto gli operatori economici, disponendo liberamente e gratuitamente di tutte le informazioni di mercato disponibili, sono in grado di valutare correttamente i prezzi degli *asset* e i relativi rischi. Sulla stessa linea, Robert Lucas mostrava come gli individui fossero razionali nel ricercare il giusto equilibrio tra consumo e risparmio, in relazione alle aspettative dei trend di politica economica; questo comportava l'inefficacia di qualsiasi intervento pubblico che non sia di natura stocastica. La realtà dei fatti ha dimostrato come, contrariamente a quanto affermato nelle teorie di Fama e Lucas, siano presenti sui mercati comportamenti non inglobati nel modello, come ad esempio l'esuberanza irrazionale citata da Alan Greenspan, peraltro convinto sostenitore del pensiero neoliberista. Greenspan sottolinea come questi comportamenti debbano necessariamente essere ignorati in quanto non descrivibili in alcuna teoria economica; su questo punto dissentono numerosi economisti di corrente neokeynesiana come ad esempio Joseph Stiglitz. Quest'ultimo ha individuato due elementi che confermano le fragilità delle ipotesi neoliberiste: la teoria dell'agenzia, che è dimostrata dal costante disallineamento degli incentivi della *corporate governance* degli istituti finanziari e l'esternalità, che è stata tra le cause primarie

dei comportamenti avventati dei manager nella questione del “*too big to fail*”. Un’altra criticità, riscontrata dagli economisti lontani dalla corrente *mainstream*, sta nella mancata regolamentazione del mercato dei derivati che favorì lo scoppio della bolla immobiliare. Tutto ciò fu possibile a causa dell’eccessiva finanziarizzazione dell’economia, denunciata da Yanis Varoufakis nella sua analisi dedicata al *surplus recycling mechanism* chiamato *Global Minotaur*. L’economista greco individua nei paesi europei e asiatici i soggetti che finanziano il deficit commerciale e statale degli Stati Uniti a partire dagli anni ‘80, con un flusso monetario imponente che si riversa su Wall Street e alimenta la componente speculativa dei mercati. Le ragioni della crisi, ben evidenti nell’analisi ex-post, erano passate, in quegli anni, sotto traccia a causa di un’egemonia culturale estesa da parte della teoria *mainstream*. Francesco Sylos Labini ha denunciato a più riprese questo appiattimento del dibattito economico, che portava a un’adesione acritica e priva di evidenze empiriche. Per il fisico italiano, la mancanza di prove concrete degli assunti teorici non può permettere di considerare l’economia come una scienza esatta, al pari ad esempio della fisica; al contrario, dovrebbe essere considerata nella sua natura intrinseca di scienza sociale.

## BIBLIOGRAFIA

- Andrews E. L., *Greenspan Concedes Error on Regulation*, The New York Times, 23 October 2008
- Ball R., *The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned?*, A Morgan Stanley Publication, Fall 2009
- Bernanke B.S., *La Federal Reserve e la crisi finanziaria – Quattro lezioni*, Il Saggiatore, Milano, 2014
- Becker G., *The great recession and government failure*, The Wall Street Journal, 21 Settembre 2011
- Blanchard O., *La crisi economica globale*, Federal Reserve, 2010
- Cassidy J., *Interview with Eugene Fama*, New Yorker, 13 January 2010
- Craig S. and Solomon D., *Bank Bonus Tab: \$33 Billion*, The Wall Street Journal, 31 July 2009
- Di Taranto G., *La globalizzazione diacronica*, Giappichelli Editore, Torino, 2013
- Di Taranto G., *L'Europa tradita – Lezioni dalla moneta unica*, LUISS University Press, Roma, 2014
- Di Taranto G., *Lezioni dalla crisi*, LUISS University Press, Roma, 2012
- Draghi M., *Gli economisti e la crisi*, Società italiana degli economisti – 50ª Riunione scientifica annuale, Roma, 22 Ottobre 2009
- Fama E., *"Random Walks In Stock Market Prices"*, Financial Analysts Journal, September-October 1965
- Fox J., *The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*, Harper Business, 2009
- Friedman M., *The Methodology of Positive Economics*, Essays In Positive Economics, University of Chicago Press, 1966
- Gilbert A., *Power, Ideology and the Washington Consensus: The Development and Spread of Chilean Housing Policy*, Housing Studies, 2002
- Greenspan A., *The age of turbulence: adventures in a new world*, The Penguin Press, New York, 2007

Greenspan A., *The map and the territory: risk, human nature and the future of forecasting*, The Penguin Press, New York, 2013

Grossman S.J., Stiglitz J.E., *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, The American Economic Review, Volume 70, Issue 3, Jun. 1980

Jenkins H.W., *Chicago economics on trial*, Wall Street Journal, 24 settembre 2011

Keynes J.M. trad. it., *Occupazione, interesse e moneta. Teoria generale*, Utet, Torino, 1963

Krugman P., *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, Garzanti, Milano, 2009

Krugman P., *How Did Economists Get It So Wrong?*, The New York Times Magazine, 2 Settembre 2009

Lein D.B., Daza R., *Robert E. Lucas Jr. [Ideological Profiles of the Economics Laureates]*, Econ Journal Watch, September 2013

Levine D.K., *Why Economic Are Right: Rational Expectations and the Uncertainty Principle in Economics*, Huffington Post, 26 gennaio 2012

Lucas R., *In Defence of the Dismal Science*, The Economist, 6 agosto 2009

Lucas R., Sargent T.J., *Rational Expectations and Econometric Practise*, University of Minnesota Press, Minneapolis, 1977

Ostry J.D., Loungani P., Furceri D., *Neoliberalism: Oversold*, Finance & Development, Giugno 2016

Palma D., Sylos Labini F., *Neoliberismo ed egemonia culturale*, La Costituente, 17 dicembre 2013

Petrini R., *Processo agli economisti*, Chiarelettere, Milano, 2009

Piketty T., *Il capitale nel XXI secolo*, Bompiani, Milano, 2014

Rodrik D., *Ragioni e torti dell'economia*, Università Bocconi Editore, Milano, 2016

Roncaglia A., *Economisti che sbagliano – Le radici culturali della crisi*, Laterza, Bari, 2010

Roncaglia A. *Il mito della mano invisibile*, Laterza, Bari, 2005

Serra N., Stiglitz J.E., *The Washington Consensus reconsidered - Toward a new global governance*, Oxford University Press, Oxford, 2008

Solow R., *Alan Greenspan Is Still Trying To Justify His Bad Decisions – What The Maestro Doesn't Understand*, New Republic Journal, 17 Dicembre 2013

- Steger Manfred B. & Roy Ravi K., *Neoliberalism*, Oxford University Press, Oxford, 2010
- Stiglitz J.E., *After the financial crisis we were all Keynesians – but not for long enough*, The Guardian, 10 October 2010
- Stiglitz J.E. & Akerlof G. *A new economics in an imperfect world*, The Guardian, 8 October 2009
- Stiglitz J.E., *Bancarotta – L'economia globale in caduta libera*, Einaudi, Torino, 2010
- Stiglitz J.E., *Too big to succeed*, The Guardian, 13 December 2009
- Stiglitz J.E., *The Current Economic Crisis and Lessons for Economic Theory*, Eastern Economic Journal, Vol. 35, No. 3, Summer 2009
- Sylos Labini F., *Rischio e previsione – Cosa può dirci la scienza sulla crisi*, Laterza, Bari, 2016
- Varoufakis Y., *Il minotauro globale - L'America, le vere origini della crisi e il futuro dell'economia globale*, Asterios, 2012
- Varoufakis Y., *What attracted so much capital to New York, prior to 2008? - The Global Minotaur's charms*, 13 Febbraio 2011
- Varoufakis Y., *A world without the Global Minotaur: Why is the world economy failing to recover?*, 10 November 2012
- Visco I., *La crisi finanziaria e la previsione degli economisti*, Lezione inaugurale dell'Anno Accademico 2008-2009 del Master di II livello in Economia Pubblica, Facoltà di Economia, Università degli Studi di Roma "La Sapienza", 4 marzo 2009