



Munich Personal RePEc Archive

# **Elements of novelty, known mechanisms, and fundamental causes of the recent crisis**

Russo, Alberto

Università Politecnica delle Marche - Department of Economics

25 March 2010

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/21648/>

MPRA Paper No. 21648, posted 26 Mar 2010 08:06 UTC

## Elementi di novità, meccanismi noti e cause di fondo della recente crisi

Alberto Russo\*  
Università Politecnica delle Marche

### *Abstract*

We firstly provide a brief description of the crisis episodes, from the 2007-8 “liquidity crisis” to the 2008-9 “global recession”. Then, we discuss some possible interpretations of the recent evolution, focussing on diverse aspects of the crisis: from the *elements of novelty* (financial innovations and new practices of risk management) to *known mechanisms* (the pro-cyclicality of the credit supply and the role of finance in a monetary production economy) and its *fundamental causes* which, in our opinion, date back to the *deregulation* policies implemented in many countries during the last decades, starting from the US and the UK. These decisions have created new profit opportunities in various contexts, so promoting a renewed process of capitalist accumulation. This process has taken place at the cost of a wide-ranging increase of inequality and instability, thus implying a *crescendo* of crisis episodes (both at the national and the international level) until the more recent one. Accordingly, we think that the current crisis is linked to the underlying movements of capitalist accumulation (from the *financiarization* of “advanced economies” to the gradual shift of the “centre” of the world economy towards China and other Asian emerging countries), its functioning as a monetary production economy and its political dimension.

\* Questo lavoro ha beneficiato di discussioni con numerose persone. Una parte del presente lavoro è stata inserita, in forma revisionata e ridotta, come appendice ad uno dei capitoli del testo “Politica economica: teorie, scuole ed evidenze empiriche” (in corso di pubblicazione per Giappichelli) di Enrico Marelli e Marcello Signorelli, che desidero ringraziare per i preziosi suggerimenti e gli spunti critici proposti. Ringrazio inoltre, Leonardo Bargigli, Alessia Lo Turco, Giancarlo Lutero, Enzo Valentini ed, in particolare, Adelino Zanini. Le interpretazioni proposte, così come gli inevitabili errori, sono riconducibili esclusivamente all’autore.  
*Indirizzo dell’autore:* Dipartimento di Economia, Università Politecnica delle Marche, Piazzale Martelli 8, 60121, Ancona (Italy). *E-mail:* [alberto.russo@univpm.it](mailto:alberto.russo@univpm.it) *Pagina web:* [www.univpm.it/alberto.russo](http://www.univpm.it/alberto.russo)

“An economic transaction is a solved political problem...  
Economics has gained the title Queen of Social Sciences  
by choosing solved political problem as its domain”  
(Lerner, 1972, p. 259)

“La separazione dell’economia dalla politica e dalla motivazione politica è una cosa sterile.  
Essa è anche una copertura per occultare la realtà del potere e della motivazione economici.  
Ed è una fonte primaria di giudizi sbagliati e di errori nella politica economica”  
(Galbraith, 1987, pp. 330-1).

## 1. Introduzione

Nel presente lavoro, dopo una breve descrizione degli episodi che hanno caratterizzato la recente crisi, ci proponiamo di analizzare alcuni elementi che riteniamo utili per interpretarne l’evoluzione: dagli *elementi di novità* introdotti negli ultimi decenni, ai *meccanismi noti* alla base del funzionamento di una economia monetaria di produzione, fino agli elementi che, a nostro modo di vedere, ne costituiscono le *cause di fondo*.

Gli *elementi di novità* sono legati essenzialmente ai nuovi prodotti finanziari (“innovazioni finanziarie”) e alle nuove pratiche di gestione del rischio (“originate-to-distribute”), diffusosi soprattutto negli Stati Uniti d’America. Dal paese-centro dell’economia mondiale, a partire dalla crisi del mercato dei mutui immobiliari *sub-prime*, il crollo finanziario ha *contagiato* l’intero sistema internazionale e si è verificata una grave recessione economica, con una forte diminuzione del commercio internazionale e un preoccupante aumento della disoccupazione (oltre alla consistente crescita della liquidità in circolazione e dell’indebitamento pubblico come conseguenza delle politiche economiche intraprese per contrastare gli effetti della crisi).

Al di là degli “aspetti innovativi”, un *meccanismo noto* che storicamente è alla base delle crisi finanziarie è la pro-ciclicità dell’offerta di credito, ben descritta dalla teoria post-keynesiana di Minsky (“ipotesi di instabilità finanziaria”). In generale, la moneta e la finanza giocano un ruolo fondamentale nelle dinamiche instabili di un sistema economico caratterizzato dall’incertezza (e dalla diffusione di comportamenti imitativi, soprattutto nei mercati finanziari); in una prospettiva keynesiana, la “normazione” risulta necessaria per gestire l’andamento macroeconomico del sistema e per evitare le crisi (o per uscirne più

rapidamente). La crisi può essere però un evento inevitabile (ovvero può essere considerata come una fase dello “sviluppo ciclico”), in una prospettiva schumpeteriana come “distruzione creatrice”, o in termini marxiani come distruzione necessaria per ripristinare le basi dell’accumulazione capitalistica.

A nostro modo di vedere, la *cause di fondo* della recente crisi sono connesse al ciclo di deregolamentazione avviato dagli anni ’70-80 del secolo scorso, a partire da USA e UK, che ha creato nuove opportunità di profitto in vari contesti, sostenendo un rinnovato processo di accumulazione capitalistica: dai mercati del lavoro (flessibilità, migrazioni, *great moderation*), ai mercati finanziari nazionali (con elevati rendimenti associati a livelli crescenti di rischio), dalla ristrutturazione della produzione su scala globale (“globalizzazione produttiva”) al movimento internazionale dei capitali (“globalizzazione finanziaria”). Questi stessi elementi hanno creato le basi per la crisi (riduzione della *labour share*, disuguaglianza e “consumo a debito”, livelli non sostenibili di indebitamento, fragilità del sistema finanziario ed “endogeneità” della politica monetaria, instabilità dei mercati finanziari nazionali ed internazionali, *global imbalances*). La *finanziarizzazione* delle “economie avanzate” e il graduale spostamento del “centro” del sistema produttivo mondiale verso oriente suggeriscono una interpretazione della crisi come un fenomeno legato ai movimenti di fondo dei processi di accumulazione capitalistica.

## **2. L’evoluzione recente della crisi**

In ciò che segue proponiamo un breve resoconto degli eventi che hanno caratterizzato la recente evoluzione della crisi. In una prima fase, verso l’estate del 2007, i problemi emersi nel mercato statunitense dei mutui immobiliari *sub-prime* hanno prodotto una *crisi di liquidità* che, dall’autunno del 2008, si è “trasformata” in una *recessione economica globale*.

### **2.1. Dalla “bolla immobiliare” alla “crisi di liquidità”**

Dal 2004 la FED ha deciso un aumento progressivo del tasso sui *fed funds*, avendo come punto di partenza un livello dell’1% del 2003.<sup>1</sup> Una delle conseguenze di tale scelta è stato un aumento delle insolvenze nel mercato statunitense dei mutui *sub-prime*, a partire dal 2006 (nello stesso periodo si è anche arrestata la tendenza al rialzo dei prezzi immobiliari).

---

<sup>1</sup> Dal 2001 la FED ha abbassato gradualmente il tasso di riferimento (con una accelerazione nei mesi successivi al settembre 2001).

Successivamente, alcune banche hanno subito ingenti perdite dovute all'andamento del mercato immobiliare (come Bear Stearns nel luglio 2007). Il 9 agosto 2007, dopo la decisione del gruppo BNP di “congelare” le quote di tre fondi di investimento legati al mercato immobiliare statunitense, la sfiducia ha iniziato a diffondersi tra gli operatori e si è verificato un forte aumento dei tassi di interesse nei mercati interbancari: mentre nei giorni precedenti il 9 agosto il differenziale tra tasso interbancario e tasso *OIS* (*Overnight Index Swap*) era pari a circa 10-20 punti base, nei giorni successivi è aumentato notevolmente, fino a raggiungere valori compresi tra 50 e 80 punti base.<sup>2</sup> Nel mese di settembre, le difficoltà della Northern Rock hanno causato una “corsa agli sportelli” di questa banca e i tassi interbancari sono aumentati ulteriormente. Le perdite annunciate da altre grandi istituzioni finanziarie come Citygroup, Merrill Lynch e UBS hanno contribuito a mantenere un diffuso clima di sfiducia. Il differenziale tra tasso interbancario e relativo *swap* si è assestato su un livello di circa 100 punti a fine 2007, mostrando una diminuzione ad inizio 2008 per quanto riguarda le operazioni a breve termine; lo *spread* è invece rimasto su livelli elevati relativamente ai prestiti con scadenza superiore ai 6 mesi. Da una parte, quindi, si è verificata una diminuzione del “rischio di liquidità”, mentre dall'altra, la percezione del rischio di controparte è rimasta elevata. In ogni caso, il permanere di condizioni di sfiducia tra gli operatori, comprese le grandi istituzioni finanziarie, ha provocato un nuovo aumento dei differenziali nella primavera del 2008, e lo *spread* in questione ha raggiunto nuovamente valori di poco inferiori a 100.

Il mercato dei mutui immobiliari *sub-prime* è stato il primo a crollare (in un certo senso è stato l'“epicentro” della crisi): l'aumento dei tassi di interesse (in particolare, sui prestiti a tasso variabile), ha fatto aumentare le rate dei mutui immobiliari e molte famiglie non sono state più in grado di pagarle. Durante una prima fase il tasso di insolvenza (“*foreclosures*”) è aumentato ma è rimasto a livelli per qualche tempo sostenibili: in questo modo non ci sono state rilevanti ricadute sul mercato immobiliare – che intanto iniziava a mostrare segnali di rallentamento – e le banche continuavano ad entrare in possesso di immobili con un valore più elevato rispetto al momento della stipula del mutuo, realizzando così dei profitti anche in caso di insolvenza dei debitori (in altri termini, il trend crescente del

---

<sup>2</sup> Il differenziale in questione fornisce una misura del “rischio di controparte” poiché mette in relazione il tasso di interesse interbancario, che è relativo ad una operazione che espone gli operatori al rischio derivante da prestiti non coperti da garanzia, e il tasso *OIS* che invece riguarda contratti esenti da tale rischio (si tratta cioè di operazioni che non prevedono il passaggio di fondi ma solo il pagamento degli interessi).

prezzo dell'immobile fungeva da "garanzia collaterale" per la concessione del mutuo e assicurava la profittabilità dell'operazione anche in caso di insolvenza); quando il numero di famiglie in difficoltà è considerevolmente aumentato e la tendenza al rialzo dei prezzi immobiliari si è prima arrestata e poi invertita, la bolla immobiliare è scoppiata e molte banche hanno subito pesanti perdite; nel giro di poco tempo, la crisi del mercato dei mutui *sub-prime* ha "contagiato" numerose istituzioni finanziarie e ha assunto una dimensione globale, creando gravi problemi anche alle banche europee e di altri paesi (che negli ultimi anni avevano acquistato prodotti finanziari legati ai mutui *sub-prime* o ad altre operazioni associate ad un elevato grado di rischiosità).<sup>3</sup>

Fino a metà del 2008, comunque, la crisi ha riguardato essenzialmente i mercati monetari e finanziari (con alcune ripercussioni sui mercati azionari), senza grossi contraccolpi sull'economia reale. Gli interventi delle banche centrali, contenendo l'aumento dei tassi di interesse interbancari (che si sono in ogni caso assestati su valori superiori a quelli pre-crisi) hanno sostenuto i mercati in difficoltà, contrastando gli effetti della "crisi di liquidità". Inoltre, gli interventi dei governi e delle banche centrali, sulla base del principio *too-big-to-fail*, hanno garantito il salvataggio nei casi di insolvenza (Impenna, 2009).<sup>4</sup>

## **2.2. Dalla "crisi di liquidità" alla "recessione economica globale"**

Nel settembre 2008, le difficoltà crescenti della Lehman Brothers hanno condotto questa istituzione al fallimento (che, in questo caso, non è stato evitato con un intervento pubblico), causando un brusco peggioramento della crisi. Si è così verificata una generale perdita di fiducia tra gli operatori finanziari. Ad esempio, gli scambi sui mercati interbancari si sono arrestati: lo *spread* sui tassi interbancari a 3 mesi ha superato i 200 punti per l'euro e 350 per il dollaro e le borse mondiali hanno registrato pesanti ribassi delle quotazioni. Da questo momento in poi, in modo sempre più evidente, le variabili "reali" hanno subito un peggioramento, poiché il "ristagno della liquidità" in una condizione di "forte incertezza" ha innescato un circolo vizioso di riduzione della disponibilità a prestare, a diversi livelli (dall'interbancario, ai prestiti alle imprese e alle famiglie), ovvero un *credit crunch* con la

---

<sup>3</sup> In un certo senso, negli ultimi anni alcuni paesi hanno importato prodotti con elevato rendimento associato ad un elevato rischio da quei paesi, come gli USA, che avevano un sistema finanziario in grado di produrli ed offrirli sui mercati internazionali.

<sup>4</sup> Gli aspetti relativi all'evoluzione della "crisi di liquidità" sono molto ben descritti da Impenna (2009), secondo il quale questa prima fase può essere descritta come una "tempesta controllata". Rimandiamo il lettore a questo contributo per un'analisi più approfondita di questi aspetti.

conseguente riduzione degli investimenti, della produzione e, successivamente, dell'occupazione in vari settori produttivi.

La crisi è partita dal “centro” del sistema finanziario internazionale, gli Stati Uniti, ma si è rapidamente diffusa agli altri paesi avanzati (come l'area euro) e ai paesi “periferici”.<sup>5</sup> Quindi, nel periodo successivo al settembre 2008, si è passati da quella che potremo definire una *crisi di liquidità* ad una situazione di *recessione economica*. Gli interventi dei governi e delle banche centrali hanno parzialmente tamponato gli effetti depressivi della crisi, ma a costo di un enorme aumento della liquidità in circolazione e di considerevoli aumenti dei deficit e debiti pubblici. La crisi di liquidità dell'estate-autunno del 2007 è stata contrastata dalle banche centrali (che hanno generalmente operato in maniera coordinata) con una strategia di *quantitative easing*: operazioni addizionali di mercato aperto ordinarie (successivamente anche straordinarie), graduale ampliamento dei “collaterali” accettati come garanzia dei prestiti concessi, fino ad arrivare (generalmente, in collaborazione con i governi) al salvataggio di banche (immissione diretta di risorse pubbliche nei bilanci delle banche private, garanzia pubblica dei depositi privati, etc., fino alla “nazionalizzazione”, come nel caso della Northern Rock).

L'evoluzione della crisi è stata accompagnata da una politica monetaria sempre più accomodante, con tassi di interesse nominali che sono stati fissati molto vicino allo zero, o che comunque si sono attestati su valori molto bassi (mentre i tassi reali sono diventati in molti casi negativi). Questi interventi sono stati attuati non solo per sostenere le banche e il sistema finanziario ma anche per evitare l'aggravarsi della crisi attraverso un *credit crunch* di grandi dimensioni (ed un connesso fenomeno di *deleveraging*) e cercare così di mitigarne l'effetto recessivo sulle attività produttive e sull'occupazione. Quindi, mentre in una prima fase gli interventi di politica economica sono stati condotti principalmente dalle banche centrali, man mano che la crisi ha mostrato effetti “reali” sempre più evidenti (soprattutto nel 2009), si è reso necessario un crescente coinvolgimento dei governi (con interventi di entità diverse a seconda della gravità dei problemi e delle possibilità di indebitamento delle amministrazioni pubbliche).

---

<sup>5</sup> In un sistema finanziario internazionale basato su relazioni “centro-periferia” ciò che succede nel “centro” ha dei riflessi sull'andamento dei paesi della “periferia”, anche in assenza di modificazioni delle condizioni economiche di questi ultimi (De Cecco, 1999). Tra gli altri effetti della crisi sui paesi meno sviluppati, è stato rilevato un aumento della povertà “estrema” in diversi paesi, ed è previsto un ulteriore aumento, secondo un recente rapporto della Banca Mondiale (WB, 2010).

È inoltre in corso una discussione sulla riforma dei sistemi finanziari dei diversi paesi e dell'architettura del sistema internazionale;<sup>6</sup> tra i temi trattati troviamo: la mancanza di un'adeguata supervisione micro e, soprattutto, macro-prudenziale del rischio (in particolare, la politica monetaria e la supervisione dovrebbero contrastare la pro-ciclicità del credito, ad esempio, creando dei *buffer* nei periodi di espansione da poter utilizzare nei momenti di difficoltà),<sup>7</sup> l'assenza di supervisione e vigilanza sovra-nazionale (richiesta dall'integrazione internazionale dei mercati e dal grado di interconnessione globale), la mancanza di schemi di cooperazione e di azione comune a più paesi, l'inadeguatezza delle risorse delle istituzioni internazionali (come il Fmi) rispetto alla dimensione complessiva della finanza mondiale, etc.

Dopo questa breve analisi delle principali decisioni di policy, valutiamo in maggior dettaglio l'andamento dell'economia mondiale nel corso della crisi. Dal *World Economic Outlook* del Fondo monetario internazionale dello scorso ottobre (IMF, 2009) risulta che il PIL mondiale (a prezzi costanti) è aumentato di più del 5% nel 2007, di quasi il 3% nel 2008, mentre nel 2009 ha subito un calo di circa un punto percentuale (si prevede una ripresa per il 2010, piuttosto flebile per diversi paesi, soprattutto europei). Il rallentamento dell'attività economica ha fatto diminuire in alcuni casi i prezzi, con una temporanea deflazione, ad esempio, in Giappone e negli Stati Uniti. Si è verificata una forte contrazione del commercio internazionale: da un +7% nel 2007, al +3% nel 2008, fino al -10% del 2009. Con una diminuzione pari a circa il -6% nel 2009, anche i movimenti di capitale hanno subito un brusco arresto. I mercati borsistici hanno subito pesanti perdite (è difficile dire se il recupero realizzatosi a partire da marzo 2009 possa proseguire o se le condizioni di incertezza possano dar luogo nuovamente a forti instabilità). I profitti di molti gruppi bancari ed istituzioni finanziarie (che erano notevolmente aumentati negli ultimi decenni), una volta superata la fase critica, hanno ricominciato a salire in modo deciso (dopo che gli ingenti interventi monetari e fiscali operati con risorse pubbliche hanno relativamente stabilizzato i mercati finanziari e l'andamento economico complessivo). Passando all'analisi di dati particolarmente rilevanti per l'andamento di lungo periodo, secondo i dati del *World Intellectual Property Organization* (WIPO, 2010), le richieste internazionali di brevetti sono diminuite del 4.5% nel

---

<sup>6</sup> Alcuni tra gli organismi che si stanno occupando di questi temi sono i seguenti: *Financial Stability Board* presieduto da Mario Draghi, *Group of Thirty* presieduto da Paul Volcker, *Turner Review* della *Financial Services Authority* britannica, *Rapporto Larosière* all'interno dell'UE, etc.

<sup>7</sup> Su queste tematiche si veda Borio (2003) e BIS (2008).

2009 rispetto al 2008, evidenziando un effetto negativo della crisi anche sulla dinamica delle innovazioni.

La tendenza complessiva verso la recessione globale risulta però dalla “composizione” di andamenti piuttosto eterogenei tra i diversi paesi: mentre da una parte si sono verificati gravi problemi finanziari ed economici nelle economie “occidentali” (a partire dagli Stati Uniti), dall’altra le economie “orientali”, pur subendo un rallentamento, hanno continuato a crescere a tassi piuttosto elevati. Nel 2009 la variazione del PIL è stata pari a circa -2,5% negli Stati Uniti, -4% nell’area euro e -5% in Giappone; lo stesso indicatore ha invece registrato una crescita superiore al 6% per l’India e all’8% per la Cina (e dal 2010 si prevede una crescita intorno o superiore al 10%). Il tasso di disoccupazione che, nell’area euro, mostrava valori intorno al 7.5% nel 2007-2008, ha superato il 10% nel 2009; negli Stati Uniti, da livelli inferiori al 5% nel 2007, è stato superato il 9% nel 2009. Per il prossimo futuro si prevede una persistenza della disoccupazione (con valori intorno al 10% nei paesi più sviluppati e ciò consiste in un elemento di preoccupazione per le possibilità di una robusta ripresa, soprattutto delle economie dei paesi europei). Allo stesso tempo, la Cina ha subito un leggero rallentamento del tasso di crescita ma presenta previsioni molto positive per i prossimi anni (avendo peraltro ampie possibilità di incremento della domanda interna ed ingenti risorse da poter essere destinate a piani di intervento pubblico – come in parte è stato già fatto dal governo cinese). Un aspetto che sembra particolarmente rilevante per lo sviluppo cinese è il balzo in avanti nel numero di brevetti registrati, con un aumento di poco inferiore al 30% tra 2008 e 2009: la Cina si posiziona così al quinto posto nella graduatoria dei paesi con maggiori innovazioni, dopo Stati Uniti, Giappone, Germania e Corea del Sud (sia gli Usa che la Germania hanno registrato un calo superiore all’11%).

Le eterogenee dinamiche dei diversi sistemi economici hanno avuto importanti conseguenze sulle relazioni commerciali e finanziarie tra paesi sviluppati e in via di sviluppo ed, in particolare, tra Stati Uniti e Cina. Queste tendenze sono peraltro risultate in uno squilibrio internazionale (*global imbalances*) che ha contribuito ad aumentare l’instabilità dei sistemi economici e dei mercati finanziari: da una parte gli Stati Uniti hanno presentato un deficit commerciale crescente (con un simultaneo aumento del disavanzo pubblico, dando così luogo ai cosiddetti “deficit gemelli”), importando grandi quantità di beni prodotti a basso costo dai paesi emergenti; dall’altra parte la Cina ha presentato un crescente surplus commerciale e, allo stesso tempo, un aumento considerevole dello stock di risparmio

nazionale, anche come conseguenza di una politica commerciale volta al mantenimento di un “basso” valore esterno della moneta nazionale; si è così verificato un consistente accumulo di riserve valutarie che, in ingenti quantità, è stato investito in *treasury bonds* statunitensi (*saving glut*).

Gli aspetti relativi all’evoluzione delle variabili “reali” ed, in particolare, a quelle con effetti di lungo periodo, come l’andamento dei brevetti e dell’innovazione, insieme alla possibilità della Cina (e di altri paesi in surplus) di investire i capitali di cui dispongono a livello globale (anche diversificando gli investimenti, riducendo la quota investita in titoli poco rischiosi, come i titoli di stato statunitensi), rendono necessaria, a nostro modo di vedere, una analisi più ampia dell’evoluzione della crisi, anche in riferimento al periodo preso in esame, sia per individuarne le cause che per valutare i possibili scenari futuri. Mentre il considerevole aumento della liquidità e dell’indebitamento pubblico di numerosi paesi ha portato alcuni autori a sostenere la possibilità di un aumento dell’inflazione nel medio periodo, la tendenza verso l’aumento della disoccupazione e le prospettive di una crescita a tassi non particolarmente elevati (per i paesi sviluppati ed, in particolare, per l’Europa) pongono seri ostacoli all’implementazione di *exit strategies*. Nel frattempo, la posizione dei paesi “emergenti”, e della Cina in particolare, diventa sempre più centrale nel sistema economico mondiale. In ogni caso, il disegno degli interventi di *policy* in risposta alla crisi dipende dalla diagnosi delle cause dei problemi emersi. L’opportunità di ritirare (in tempi brevi) l’abbondante liquidità presente nei mercati e di ridimensionare il peso dei deficit e debiti pubblici (avendo cura di non amplificare il fenomeno di *deleveraging* in corso) o, invece, di ricorrere ad ulteriori interventi (sulla base di valutazione che discuteremo più avanti) dipende, appunto, da quali sono le reali cause della crisi, e dalla capacità delle analisi empiriche e dei diversi approcci teorici di individuarle, suggerendo degli elementi per l’interpretazione della sua evoluzione.

### **3. Come interpretare la crisi?**

A seconda dei fattori e dell’arco temporale considerati possono emergere spiegazioni della crisi come un fenomeno “ciclico” o un episodio di portata “sistemica”; allo stesso tempo, le “cause” individuate (oltre che gli “effetti” della crisi) possono essere di tipo

“finanziario” o “reale”.<sup>8</sup> In ciò che segue esamineremo alcune interpretazioni della crisi (o di aspetti particolari della sua evoluzione) che si focalizzano su elementi alle volte anche molto diversi tra loro: a grandi linee, passeremo da spiegazioni della crisi come fenomeno *ciclico* che individuano *cause finanziarie* (propensione al rischio, speculazione eccessiva, comportamento degli operatori e regolamentazione dei mercati finanziari, etc.) ed *effetti reali* (recessione economica, crollo degli scambi commerciali, etc.), ad interpretazioni che attribuiscono la portata *sistemica* della crisi a *cause reali* (declino della *labour share* nei paesi avanzati, globalizzazione produttiva e finanziaria, dinamica strutturale dei paesi sviluppati e delle economie emergenti, etc.), e ne considerano gli *effetti finanziari* come la manifestazione più apparente.<sup>9</sup> Procedendo verso l’interpretazione della crisi che proponiamo, ci concentreremo sui seguenti punti: (i) il potenziale di rischio collegato alle “innovazioni finanziarie” ed, in particolare, i problemi creati dalla “cattiva” regolamentazione; ci riferiamo a questi aspetti come agli *elementi di novità* della crisi; (ii) al di là degli “aspetti nuovi”, però, l’evoluzione economico-finanziaria degli ultimi decenni ha intrapreso un percorso di instabilità che può essere spiegato sulla base di *meccanismi noti*; (iii) infine, descriveremo quelle che, a nostro modo di vedere, costituiscono le *cause di fondo* della recente crisi.

### **3.1. Elementi di novità**

Molti autori hanno posto al centro delle loro analisi l’inadeguatezza della regolamentazione dei mercati finanziari, che non sarebbe stata in grado di assicurare un ordinato svolgimento delle operazioni finanziarie, consentendo invece (o addirittura incentivando) il ricorso a speculazioni “eccessive” (da parte di operatori “avid” e “senza moralità”, come alcuni autori hanno sostenuto, sottolineando il ruolo dell’*etica* nei rapporti economici). Da ciò deriva una possibile soluzione della crisi, basata sulla revisione di queste

---

<sup>8</sup> Su questi temi si è svolto un dibattito sulle pagine de “il manifesto”. È possibile trovare i diversi interventi al seguente indirizzo: <http://www.ilmanifesto.it/archivi/economisti/>. È inoltre in corso di pubblicazione un libro a cura di Orsi (2010) che raccoglie diversi contributi relativi a questa iniziativa.

<sup>9</sup> Alcuni autori hanno evidenziato delle similitudini tra la recente crisi e quella del ’29 (Eichengreen e O’Rourke, 2009). Dal punto di vista delle diverse teorie, solo in alcuni casi questo confronto potrebbe avere senso. A nostro modo di vedere, è interessante confrontare i recenti problemi con quelli relativi della Grande Depressione sulla base dei cinque punti rilevati da Galbraith (1955): 1) cattiva distribuzione del reddito; 2) cattiva struttura societaria; 3) cattiva struttura bancaria; 4) lo stato dubbio della bilancia dei pagamenti; 5) il misero stato dell’informazione economica. In ogni caso, un importante elemento di differenziazione tra le due crisi è riconducibile al diverso atteggiamento delle autorità di politica economica: mentre le politiche economiche non sostennero adeguatamente i sistemi economici, se non tardivamente, in seguito al crollo del ’29, l’attuale risposta di politica economica è stata piuttosto efficace e coordinata (resta ad ogni modo il problema dell’indebitamento pubblico connesso agli interventi di *policy* che si affianca in certi paesi a livelli molto elevati di debito privato).

regole (non necessariamente un loro aumento), volta a porre rimedio ad un *fallimento della regolamentazione*.<sup>10</sup>

Molti problemi sono scaturiti dai rischi connessi alla diffusione delle “innovazioni finanziarie”: dai mutui *sub-prime*, ai prodotti finanziari “strutturati” (che contengono diverse quote di rischio, proveniente da titoli differenti, messe insieme attraverso operazioni di “cartolarizzazione”), e alla diffusione dei “derivati”, dei *credit default swap*, etc. Gli ultimi anni hanno poi visto, in particolar modo negli Usa, il “superamento” del modello (tradizionale) di gestione bancaria e finanziaria *originate-to-hold* da parte della (nuova) prassi *originate-to-distribute*. Si è poi sviluppato un vero e proprio “settore bancario fantasma”, fuori dalla normale legislazione, costituito da entità finanziarie (*special purpose vehicles*) dove le banche hanno riposto rischi “fuori bilancio”.

L’aumento del *rischio sistemico* è derivato dalla crescente *complessità* dei prodotti finanziari (che ha reso sempre più *opaca* la relazione rischio-rendimento) e del *network* delle connessioni tra operatori (che ha raggiunto una dimensione mondiale). In definitiva, la creazione e la distribuzione del “*rischio privato*” è stata condotta dalle istituzioni finanziarie (che perseguono l’obiettivo di massimizzare i propri profitti), sottovalutando l’aumento del “*rischio sistemico*”: in presenza di *esternalità negative* (rendimento privato maggiore del rendimento sociale degli investimenti finanziari rischiosi), questi comportamenti hanno causato un *fallimento dei mercati finanziari*.<sup>11</sup> Da questa analisi potrebbe allora derivare una soluzione consistente nell’individuare degli interventi in grado di far “internalizzare” l’effetto esterno agli operatori privati, ad esempio, mediante una imposta sui rendimenti finanziari con una aliquota crescente all’aumentare del rischio sistemico generato (una volta individuata una *proxy* di questo effetto). Data la difficoltà di quantificare il contributo dei singoli operatori e dei singoli investimenti al rischio complessivo, questo risultato potrebbe forse essere raggiunto mediante una opportuna revisione delle regolamentazione dei mercati finanziari (ponendo cioè dei paletti alla creazione e alla distribuzione del rischio finanziario). In generale, alla vigilanza *micro-prudenziale* dovrebbe affiancarsi una supervisione *macro-*

---

<sup>10</sup> Ad ogni modo, i rimedi previsti da questa soluzione dipendono dall’ampiezza del quadro istituzionale coinvolto e possono andare da un intervento “minimale”, consistente in piccole modifiche alle regole vigenti volte a contenere l’“eccesso di speculazione”, fino ad una riconfigurazione complessiva del sistema finanziario internazionale.

<sup>11</sup> Probabilmente, come sostenuto da Smithers e Wright (2002), una valutazione “classica” della rischiosità – *q* di Tobin, rapporto prezzo/utigli delle azioni –, invece che affidata alle *agenzie di rating*, avrebbe consentito di riconoscere l’aumento del rischio derivante dall’andamento dei mercati finanziari. È interessante notare, inoltre, che le analisi del mercato immobiliare statunitense basate sull’indice Case-Shiller avevano rilevato una dinamica associata al gonfiarsi di una bolla speculativa.

*prudenziale*, in grado di valutare il rischio sistemico connesso all'evoluzione dei network finanziari e di stabilire delle opportune regole (che andrebbero ad aggiungersi alle norme – e agli interventi di politica monetaria – volti ad attenuare gli effetti della pro-ciclicità dell'offerta di credito, al contrario di quanto invece accaduto).

La politica monetaria “permissiva” degli anni precedenti la crisi (*Greenspan put*) è stata indicata da molti economisti come una delle cause dei problemi emersi: i bassi tassi di interesse hanno spinto gli operatori ad indebitarsi sempre di più (dato il basso costo del denaro, con tassi all'1% nel periodo 2003-2004), conducendo il sistema verso uno stato critico non più finanziariamente sostenibile; quando, infatti, la politica monetaria è diventata “meno permissiva” (la FED ha iniziato ad alzare i tassi verso fine 2004), il sistema è andato in crisi (nel 2006 le insolvenze relative ai mutui immobiliari sub-prime hanno iniziato a salire in modo preoccupante e la crescita del prezzo degli immobili – *Case-Shiller index* – si è arrestata; successivamente, la tendenza si è invertita e nel 2007 i problemi sono diventati sempre più evidenti).

La FED si è trovata ad operare in un sistema sempre meno in grado di funzionare con tassi di interesse elevati: più che un prestatore di ultima istanza, questa è diventata un “prestatore di prima istanza”, non solo finanziando le attività produttive, ma alimentando il ricorso sempre più ampio ad investimenti finanziari particolarmente rischiosi<sup>12</sup> e sostenendo i consumi delle famiglie. Ciò è avvenuto in un contesto caratterizzato da crescenti disuguaglianze, con bassi redditi per ampie fasce della popolazione. Su queste basi, come sostenuto da Stiglitz e Fitoussi (2009), la politica monetaria sarebbe diventata “endogena” rispetto alla distribuzione del reddito (più che essere stata condotta secondo il principio dell’“autonomia” del banchiere centrale dai governi).<sup>13</sup>

In definitiva, l'aumento dei tassi di interesse come strumento di una politica monetaria anti-inflazionistica ha trovato impedimenti crescenti, da una parte, come conseguenza della crescente fragilità del sistema finanziario, e dall'altra, a causa dell'aumento della disuguaglianza nella distribuzione del reddito e della ricchezza. Il veloce ritorno a tassi “bassi”, dopo le crisi causate da un loro aumento (sia all'interno degli USA che a livello

---

<sup>12</sup> La diffusione di operazioni con una “leva finanziaria” caratterizzata da livelli di debito sempre più elevati rispetto al capitale di partenza ha fatto aumentare la “fragilità” del sistema rispetto ad un aumento dei tassi di interesse e, quindi, rispetto ad una manovra restrittiva di politica monetaria.

<sup>13</sup> Infatti, negli ultimi decenni la dinamica dell'inflazione (e quindi la politica monetaria) è stata influenzata dall'espansione commerciale dei paesi emergenti e dell'importazione di beni prodotti con bassi costi (*great moderation*). Si è invece verificato un aumento del grado di “autonomia” del sistema finanziario dalle banche centrali relativamente alla capacità di creare liquidità nei mercati monetari e finanziari.

internazionale), ha condotto il sistema verso livelli di rischiosità troppo elevati per poter essere sostenuti a lungo. A partire dal mercato dei mutui *sub-prime* statunitensi, dal 2007, i problemi di instabilità si sono manifestati in modo molto netto.

### 3.2. Meccanismi noti

Al di là delle specificità delle “innovazioni finanziarie”, un *meccanismo noto* che può generare una crisi di portata più o meno ampia è la *pro-ciclicità dell’offerta di credito* (Minsky, 2009): l’offerta di credito tende ad aumentare nelle fasi espansive (gli operatori, sia i prestatori che i prenditori di fondi, diventano meno avversi al rischio) e a diminuire nelle fasi recessive (nei momenti di difficoltà gli agenti diventano più prudenti e sono più restii a prestare e/o a prendere a prestito). Nella fase espansiva, la minore percezione del rischio promuove un maggiore ricorso all’indebitamento, con un aumento del rapporto debito/asset, ovvero della “fragilità finanziaria” del sistema economico.<sup>14</sup> Uno *shock* che colpisce il sistema può avere un impatto economico più o meno marcato a seconda della fragilità finanziaria dello stesso. Risulta inoltre di particolare rilevanza (anche nella recente crisi) lo sbilanciamento della struttura per scadenza delle posizioni debitorie sul breve periodo (quando invece una prevalenza di posizioni di medio-lungo periodo sarebbe più facilmente sostenibile). Gli *elementi di novità* costituiscono le particolari forme attraverso le quali il *meccanismo noto* di instabilità finanziaria evolve in una nuova fase ciclica.

Una interessante “formalizzazione” di queste idee, limitatamente ad alcuni aspetti, è stata proposta dagli economisti che hanno applicato l’ipotesi di *informazione asimmetrica* al funzionamento dei mercati finanziari (Greenwald e Stiglitz, 1993), evidenziando l’importanza della relazione tra fattori finanziari e ciclo economico. Ad esempio, l’*acceleratore finanziario* (Bernanke et al., 1998) consiste in un meccanismo di amplificazione degli shock basato sulla anti-ciclicità del “premio per il rischio”: all’aumentare degli asset delle imprese (ad esempio, il capitale netto), le banche percepiscono una minore rischiosità e riducono il tasso di

---

<sup>14</sup> Minsky ha proposto la seguente classificazione delle posizioni finanziarie nelle quali gli agenti economici possono venire a trovarsi: (i) posizioni “coperte” (*hedge*), quando il flusso di cassa è sufficiente per pagare gli interessi sul debito e la relativa quota capitale; posizioni “speculative”, quando il flusso di cassa è sufficiente per pagare gli interessi sul debito ma bisogna ricorrere a nuovi prestiti per rimborsare la quota capitale o una sua parte; posizioni “ultra-speculative” (*Ponzi finance*), quando il flusso di cassa, non solo non è sufficiente per ripagare la quota capitale del debito, ma per pagare gli interessi (o parte di questi) è necessaria accendere nuovi prestiti o vendere assets. Durante una fase espansiva, la fragilità finanziaria del sistema aumenta in quanto aumenta la proporzione di posizioni speculative (e ultra-speculative) rispetto a quelle “coperte”. Una situazione caratterizzata da una prevalenza di posizioni speculative e ultra-speculative non è finanziariamente sostenibile e l’arrivo di uno shock produce la crisi.

interesse per la componente legata alla probabilità di fallimento del debitore (*risk premium*); ciò rende più conveniente l'indebitamento e, fino a quando la fase espansiva continua, le imprese chiedono ed ottengono credito dalle banche, amplificando in questo modo la fase ciclica positiva; quando il ciclo si inverte, per effetto di uno shock negativo, l'effetto finanziario di accelerazione peggiora ulteriormente l'andamento delle variabili reali. In questa prospettiva, quindi, i fattori finanziari hanno un importante impatto sull'andamento ciclico del sistema economico e una *crisi finanziaria* può avere (rilevanti) *effetti reali*.

La “complessità” delle relazioni creditizie e finanziarie introduce ulteriori problematicità. L'esistenza di legami tra imprese, tra imprese e banche e tra le stesse banche nel mercato interbancario, a seconda della configurazione del *network*, ha delle conseguenze sulla relazione tra fattori finanziari e fluttuazioni economiche: se una impresa subisce uno shock negativo e, a causa del suo fallimento, diventa insolvente, il problema si riverserà sul creditore che, a seconda dell'incidenza dell'insolvenza sul suo bilancio, potrà o assorbire questo shock negativo o a sua volta fallire; questo episodio potrà influire su ulteriori creditori in un “circolo vizioso” di fallimenti (*bankruptcy avalanche*) che può avere pesanti conseguenze sull'andamento complessivo dell'economia. Questi aspetti sono stati sviluppati da Delli Gatti et al. (2006, 2008, 2009), a partire da un modello proposto da Stiglitz e Greenwald (2003, cap. 7): superando l'ipotesi di “agente rappresentativo” e proponendo una alternativa metodologica basata su “agenti eterogenei interagenti” (*agent-based modelling*), questi contributi evidenziano l'importanza dei *links* tra agenti e rilevano la centralità nel sistema finanziario di alcuni agenti che tendono a diventare *too-networked-to-fail*. L'effetto di amplificazione del ciclo economico imputabile ai fattori finanziari può avvenire in questo contesto anche in assenza di uno *shock* di rilevanti dimensioni; in altri termini, una crisi di grandi proporzioni può scaturire dal “contagio” tra agenti finanziariamente fragili, anche a partire da *shock* di dimensioni relativamente ridotte che colpiscono un singolo agente o un gruppo di agenti, a seconda della configurazione delle connessioni (*network-based financial accelerator*). Su queste basi, lo studio della particolare configurazione dei network creditizi/finanziari dovrebbe aggiungersi alle analisi empiriche e teoriche condotte con lo scopo di supportare le scelte di politica economica ed, in particolare, di politica monetaria.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Una recente conferenza organizzata dalla BCE (“Recent advances in modelling systemic risk using network analysis”, 5 ottobre 2009) segnala la volontà da parte di questa importante istituzione di procedere verso l'approfondimento delle tematiche connesse al rischio sistemico e all'instabilità finanziaria in presenza di reti finanziarie complesse.

Da un punto di vista storico, secondo Kindleberger, il meccanismo proposto da Minsky è utile per spiegare il tipico andamento delle crisi finanziarie, che si ripetono ciclicamente almeno a partire dalla “bolla dei bulbi di tulipani” nell’Olanda del Seicento (Kindleberger e Balibar, 2005). La “memoria corta” degli agenti (Galbraith, 1987, 1990) fa in modo che al passare del tempo si affievolisca il ricordo delle passate crisi; si prepara così il terreno per la successiva; poi, al presentarsi della nuova crisi è opinione diffusa che “*this time is different*” (Reinhart e Rogoff, 2009). Nell’analisi post-keynesiana di Minsky il settore finanziario (ed in particolare il suo peso crescente rispetto alla dimensione complessiva del sistema) costituisce un canale fondamentale di instabilità del sistema economico. Di conseguenza, una soluzione proposta nell’ambito di questo approccio potrebbe consistere in interventi volti a *ridimensionare il peso della finanza rispetto all’intero sistema economico* (anche attraverso una adeguata regolamentazione). In questo modo, limitando il ruolo della finanza, si andrebbe ad invertire una delle principali tendenze degli ultimi anni, specialmente in riferimento alla notevole massa di operazioni che ha dato luogo ad una “produzione di profitti finanziari a mezzo di profitti finanziari”, sempre più sconnessa dalle attività produttive.

In un’ottica keynesiana gli aspetti monetari e finanziari hanno una grande rilevanza, anche per spiegare l’evoluzione delle crisi. Le scelte economiche avvengono in un contesto di *incertezza* che influenza soprattutto le decisioni di investimento degli imprenditori (dato il tempo necessario per la realizzazione del loro rendimento futuro). In particolare, in condizioni di “incertezza forte” alle scelte economiche corrispondono rischi non calcolabili (ovvero, il calcolo del rischio può condurre all’assegnazione di probabilità del tutto errate rispetto alla realizzazione di eventi futuri). In questo contesto, soprattutto nei mercati finanziari, il comportamento *convenzionale* degli operatori conduce a fenomeni di imitazione (un comportamento collettivo che in condizioni di incertezza si configura come una strategia piuttosto razionale). In alcuni periodi l’aumento dell’incertezza conduce ad un crollo della fiducia tra gli agenti, il circuito monetario si interrompe e la crisi si manifesta come un “ristagno delle liquidità” (secondo una interpretazione non solo keynesiana che si può far risalire a Marx e, per alcuni versi, a Malthus). “Poiché l’economia moderna è un’economia capitalistica, nella quale i capitalisti perseguono l’accumulazione di ricchezza in generale, senza riguardo alla soddisfazione di bisogni, presenti o futuri, e poiché l’economia moderna è anche un’economia monetaria, che utilizza moneta cartacea, prodotta senza alcun impiego di

lavoro, essa è anche un'economia predisposta alla crisi. Ogni qual volta i capitalisti ritengono che il modo più sicuro di conservare e accrescere la propria ricchezza sia, non più quello della produzione di merci, ma quello della acquisizione della liquidità, ne risulta una crisi di disoccupazione” (Graziani, 2001, p. 143).

In una prospettiva marxiana, la flessibilità dei mercati del lavoro, il decentramento produttivo (sia all'interno dei confini nazionali che su scala mondiale), la crescita del settore finanziario, il credito al consumo ed, in generale, il ricorso all'indebitamento, etc. sono tutti elementi che hanno contrastato la tendenza verso la diminuzione dei profitti, consentendo una ripresa dell'accumulazione capitalistica dopo la crisi degli anni '70 del secolo scorso.<sup>16</sup> Negli anni successivi, il credito e la finanza hanno ovviato al problema della “carezza della domanda effettiva” nei paesi occidentali:<sup>17</sup> ad esempio, l'evoluzione del sistema statunitense che, nonostante i “bassi salari”, ha visto aumentare i consumi dei lavoratori attraverso il ricorso diffuso all'indebitamento, ha rappresentato per un po' di tempo un vero e proprio “paradiso per il capitalista” (Marx, 2009). L'aumento delle disuguaglianze e della instabilità a più livelli è il prezzo pagato dalla *collettività* per sostenere i profitti e posticipare la crisi di sovrapproduzione (anche finanziaria).<sup>18</sup> Ad un certo punto, infatti, la contraddizione tra l'obiettivo (“micro”) dei profitti individuali e l'obiettivo (“macro”) della valorizzazione del capitale (attraverso la vendita delle merci – o di prodotti finanziari “innovativi” – nei rispettivi mercati) si risolve nella crisi, con una distruzione di capitale che ristabilisce le condizioni di accumulazione. Secondo questa visione, il crollo finanziario rappresenta la manifestazione più apparente di una crisi di portata più generale, la cui realizzazione è stata posticipata ed amplificata da fattori finanziari.

---

<sup>16</sup> Sul declino dei profitti e la successiva ripresa a partire dagli anni '80, sia a livello aggregato che settoriale, relativamente agli USA, si vedano Uctum e Viana (1999) e Freeman (2009).

<sup>17</sup> Secondo Fumagalli (2007, p. 111), “per un periodo relativamente lungo, le plusvalenze finanziarie [...] hanno effettivamente svolto un ruolo di moltiplicatore della domanda, non dissimile da quello svolto dalla spesa pubblica in deficit nel capitalismo industriale-fordista”.

<sup>18</sup> Una interessante interpretazione “schumpeteriana” della crisi è quella fornita da Antonelli (2009, p. 14): “La crisi inizia quando i tassi di interesse riportati a livelli normali non consentono la sopravvivenza di attività marginali. Inizia già nell'autunno del 2007 quando il Dow Jones abbandona il massimo storico. La crisi non è finanziaria: è una crisi di sovrapproduzione finanziata a leva e ingigantita da una politica economica molto aggressiva. È una classica, tipica, crisi Schumpeteriana che scaturisce dall'eccesso di investimento nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione, e dall'esaurimento delle opportunità di profitto offerte dalle nuove tecnologie. È la crisi delle “dot.com” che, rinviata e contenuta dalla politica economica, è infine esplosa”.

### 3.3. Cause di fondo

Negli ultimi decenni, nei paesi occidentali si è verificata una progressiva riduzione della *labour share* (IMF, 2007, cap. 5), dovuta principalmente all'andamento dei settori "meno avanzati" (*unskilled*). Questo fenomeno si è verificato in un periodo che ha visto il ridimensionamento del potere contrattuale del lavoro (e dei sindacati) rispetto al capitale; tra le cause di questa tendenza possiamo menzionare le politiche di "liberalizzazione" dei mercati del lavoro (soprattutto in Europa, dato che gli USA presentavano livelli già elevati di flessibilità), il progresso tecnologico *skill-biased*, il "decentramento produttivo" (sia all'interno dei paesi che attraverso la delocalizzazione di fasi produttive all'estero), il commercio internazionale e i movimenti migratori. In altri termini, superato il paradigma *fordista-keynesiano* basato su un "compromesso" tra capitale e lavoro, cambi fissi tra le principali valute e controlli dei movimenti di capitale in entrata ed uscita dalle economie nazionali, la nuova fase di sviluppo capitalistico ha invece beneficiato di una maggiore flessibilità del lavoro e di una fase di crescente integrazione finanziaria internazionale, in un mondo di cambi flessibili e minori controlli sui flussi internazionali di capitale.

La diminuzione della quota del reddito nazionale che va ai salari (nella distribuzione "funzionale" del reddito) tende a causare una riduzione dei consumi e, conseguentemente, una carenza della "domanda effettiva": in un'ottica macroeconomica keynesiana ciò conduce ad effetti recessivi sull'economia. Negli ultimi anni, però, questo problema è stato "superato" mediante il sempre più ampio ricorso all'indebitamento, con la diffusione del "credito al consumo" e una tendenza alla creazione di bolle borsistiche ed immobiliari (con implicazioni già discusse per la conduzione della politica monetaria). Anzi, nonostante la stagnazione dei redditi da lavoro (in particolare, quelli derivanti da impieghi che non richiedono elevati gradi di istruzione e formazione professionale) e la crescente disuguaglianza (*wage skill premium*, elevati profitti finanziari, bonus per top manager e banchieri, etc.),<sup>19</sup> gli Stati Uniti hanno presentato una forte crescita dei consumi (con tassi di risparmio sempre più prossimi allo

---

<sup>19</sup> Diversi paesi hanno attuato delle riforme dei cosiddetti "ammortizzatori sociali" al fine di sostenere i redditi e garantire un certo grado di protezione sociale ai lavoratori, in un contesto di aumentata flessibilità (che in diversi casi ha prodotto condizioni di precarietà): dove la protezione è aumentata i *costi sociali della flessibilità* sono stati scaricati sulla collettività attraverso il bilancio pubblico; negli stati dove ciò non è avvenuto, o è avvenuto in misura molto minore, direttamente sulle vite dei singoli individui o sulle loro famiglie.

zero). In ogni caso, l'indebitamento eccessivo e la crescente instabilità finanziaria non hanno permesso al sistema di proseguire su questa strada (senza causare una crisi di vasta portata).<sup>20</sup>

Nella prospettiva keynesiana, in un contesto dominato dall'*incertezza*, si rivela necessario un intervento pubblico o, più in generale, un interessamento della *collettività* nella gestione del capitalismo, poiché il sistema economico presenta insufficienti capacità di auto-regolamentazione. È da ciò che discende, sulla scia di Keynes, "l'urgenza di definire scelte politiche capaci di giungere là dove la sola scelta economica non può giungere" (Zanini, 2005, p. 15). In quest'ottica, superando un approccio di *laissez-faire*, la *normazione* economica dovrebbe scaturire da una complementarità (e non da una alternativa) tra "mercato" e "norma".<sup>21</sup>

Proprio l'alternativa tra norma e mercato è stata, invece, posta alla base delle scelte politiche di *deregolamentazione* degli ultimi decenni, con una generale tendenza verso la "liberalizzazione" e la "privatizzazione" volta a superare l'"invadenza" dello Stato nei rapporti economici e gli effetti controproducenti dell'intervento pubblico.<sup>22</sup> Ciò ha prodotto una graduale "destrutturazione" delle società, in un contesto sempre più dominato dall'individualismo e dall'idea che la massimizzazione del proprio interesse in un mercato deregolamentato (perseguita in maniera autonoma, senza necessità di intervento pubblico e in assenza di rilevanti effetti di interazione sociale) fosse il principio primo alla base della crescita economica.<sup>23</sup> Superata la fase fordista-keynesiana, è stato l'*ordine spontaneo* del

---

<sup>20</sup> A nostro avviso, tra le possibili *teorie del consumo* che possono essere utili per interpretare le recenti dinamiche sembrano di grande rilevanza il "*ratchet effect*" di Duesenberry, il contributo di Veblen e degli istituzionalisti americani di fine '800-inizio '900 ("emulazione" ed aspetti "extra-economici" delle scelte di consumo – psicologia, sociologia, antropologia, etc.) e il ruolo dei "beni posizionali". Queste teorie possono essere utili per individuare delle spiegazioni dell'*opulenza dei consumi* (ovvero di livelli di consumo molto elevati e di molto superiori alle esigenze di "riproduzione" della forza-lavoro) e della tendenza verso tassi di risparmio decrescenti e, al limite, nulli o negativi (con il ricorso diffuso all'indebitamento). Questi comportamenti individuali e collettivi interagiscono con le convenzioni e i comportamenti imitativi che, in condizioni di incertezza, si diffondono nei mercati finanziari ("*beauty contest*"), secondo l'interpretazione keynesiana. Come detto in precedenza, i comportamenti imitativi possono essere interpretati come strategie razionali in un contesto di elevata incertezza. Proprio l'aspetto *convenzionale* della "razionalità mimetica" (Marazzi, 2002), ovvero il deficit strutturale di informazioni alla base del comportamento imitativo, può essere la base per indirizzare le scelte collettive verso l'investimento finanziario, con un coinvolgimento crescente degli individui nelle dinamiche dei mercati finanziari. Secondo Orléan (1988) è nella stessa natura dei mercati finanziari il loro funzionamento sulla base del comportamento gregario della massa di investitori. Da questo punto di vista, la *comunicazione* e il *linguaggio* sono ingredienti fondamentali dei mercati (Marazzi, 2002).

<sup>21</sup> "La confutazione del sistema neoclassico avviene là dove all'incertezza fa fronte una decisione che dovrebbe poter anticipare gli effetti di quelle che sono le «aspettative» dei soggetti economici" (Zanini, 2005, p. 318).

<sup>22</sup> Durante il suo discorso di insediamento alla Casa Bianca come Presidente degli USA, il 20 gennaio 1981, Ronald Reagan pronunciò la seguente frase: "Nella crisi presente, il governo non è la soluzione dei problemi, il governo è il problema".

<sup>23</sup> "Non esiste la società, esistono solo gli individui" è il principio enunciato negli anni '80 dall'ex Primo Ministro del Regno Unito Margaret Thatcher.

mercato (che, nella visione hayekiana, anche producendo conseguenze in intenzionali, costituisce un efficiente meccanismo decentralizzato per la “scoperta del nuovo”), a costituire la base teorica delle scelte politiche e di politica economica (con un ruolo sempre più centrale, per quanto riguarda la teoria economica, della microeconomia e i vari contributi “macroeconomici” dei monetaristi di prima e seconda generazione).

L'ondata di “privatizzazioni” derivata da queste scelte ha reso accessibili nuovi canali di accumulazione (dalle infrastrutture ai servizi pubblici e alla previdenza) ed è stata motivata dalla superiore efficienza economica dell'impresa privata nella produzione di beni e fornitura di servizi, anche in riferimento alla produzione di beni e servizi “pubblici”, ovvero a beni e servizi la cui fornitura richiede (come mostra la teoria microeconomica dei “fallimenti del mercato”) un intervento pubblico, data la struttura dei costi e le caratteristiche tecnologiche dell'offerta.<sup>24</sup> Si è inoltre verificato un crescente ricorso a forme privatistiche di previdenza, spesso incentivato da politiche pubbliche, al fine di convogliare maggiori quote di risparmi verso i mercati azionari ed obbligazionari (“superando” così l'idea originaria della previdenza pubblica obbligatoria mediante la quale lo Stato fa in modo di assicurare un certo capitale alle persone – anche alle meno previdenti o meno abbienti – per la vecchiaia).<sup>25</sup>

In questo contesto, la finanza ha assunto un ruolo sempre più importante, nell'ambito di una evoluzione industriale che ha visto una crescente rilevanza del settore dei servizi, soprattutto nei paesi che per primi hanno intrapreso la strada “liberista”. Le scelte politiche degli anni '70-80 del secolo scorso hanno avviato un processo di deregolamentazione dei mercati finanziari che, a partire da USA e UK, ha gradualmente smantellato il sistema di regole creato da diversi paesi negli anni successivi al crollo del '29. “Le barriere erette negli anni per segmentare i diversi settori del sistema finanziario viene infatti demolita. Lo «zoo finanziario» si trasforma, secondo la felice immagine di Albert Voijnilower, in una giungla dove tutto è permesso, dove i leoni sono messi insieme alle gazzelle” (De Cecco, 1999, p.

---

<sup>24</sup> Ciò che non sembra condivisibile come “principio generale” è l'idea che il fallimento del settore pubblico (precedentemente intervenuto per sopperire ad un fallimento del mercato), dovuto ad inefficienze, eccessive rigidità, erronea gestione finanziaria, etc., debba necessariamente condurre alla “privatizzazione”, escludendo la possibilità di uno sforzo collettivo orientato a migliorare la gestione delle risorse pubbliche, anche attraverso l'individuazione e il sostegno collettivo di pratiche cooperative (Ostrom, 2006).

<sup>25</sup> La finanziarizzazione del reddito da lavoro differito attraverso gli investimenti obbligazionari ed azionari effettuati dai fondi pensionistici e dai fondi comuni di investimento costituisce indubbiamente un aspetto centrale della recente fase di accumulazione capitalistica (Fumagalli, 2007). In particolare, la complessità delle “innovazioni finanziarie” e delle interrelazioni connesse ai “prodotti strutturati” ha opacizzato la relazione rischio-rendimento, e la “sottovalutazione” del rischio sistemico associato alle operazioni finanziarie ha esposto masse di individui a rischi molto più elevati di quelli percepiti e (imperfettamente) previsti.

68).<sup>26</sup> Il sistema finanziario americano, in particolare, è stato orientato verso un modello fondato sulla realizzazione di elevati profitti (preferibilmente in tempi brevi o brevissimi), a costo di una instabilità crescente che negli anni ha causato numerose crisi (il crollo di Wall Street del 1987, la crisi delle “*savings&loans*” tra fine anni ’80 ed inizio anni ’90 del secolo scorso, la bolla della *new economy*, etc.), fino ad arrivare a quella recente (diffusasi su scala mondiale, come altre crisi precedenti, a partire dal paese-centro).

Il “ciclo di deregolamentazione” inaugurato negli anni ’70-80, oltre a promuovere la liberalizzazione dei mercati finanziari nazionali, ha avuto delle importanti conseguenze sul piano internazionale, soprattutto in relazione alla graduale rimozione delle barriere alla libera circolazione dei capitali (con un importante ruolo delle istituzioni internazionali, come il Fondo monetario internazionale e la Banca mondiale, nel concedere prestiti ai paesi periferici “condizionati” al rispetto dei programmi di aggiustamento proposti).<sup>27</sup> La possibilità di investire all’estero con sempre maggiore facilità (“globalizzazione finanziaria”) ha creato ulteriori opportunità di profitto, anche se, specialmente nel caso delle operazioni speculative (flussi di capitale a breve e brevissimo termine), ciò ha fatto aumentare l’instabilità dei mercati finanziari internazionali e ha causato numerose crisi (crisi messicana del 1994-5, crisi dei paesi asiatici del 1997, crisi della Russia del 1998, fallimento della LTCM del 1998, etc.).<sup>28</sup> Nel caso degli “investimenti diretti esteri” (IDE) il flusso dei capitali ha sostenuto una riorganizzazione industriale su scala mondiale (“globalizzazione produttiva”) che a visto un ruolo sempre più centrale delle economie asiatiche, ed in particolare della Cina, nei settori “più tradizionali” (anche se la dinamica settoriale sta già evolvendo verso specializzazioni “più avanzate”), mentre i paesi occidentali sono stati caratterizzati da un declino relativo del settore manifatturiero e da un peso crescente dei servizi e della finanza.

“Dall’analisi keynesiana si evince il precetto che di troppa finanza un’economia capitalistica può anche morire, e che la finanziarizzazione dell’economia ha coinciso più spesso con le fasi di declino che con quelle di ascesa, nella storia economia dei vari paesi” (De Cecco, 2007, p. 125). Negli ultimi anni, il ricorso al credito ha protratto la fase

---

<sup>26</sup> Allo stesso tempo, gli interventi volti ad aumentare la flessibilità del mercato del lavoro hanno *deregolamentato* tale contesto, (ri-)creando un ambiente favorevole allo svolgimento del “naturale” ciclo predapredatore che sottende la dinamica conflittuale tra capitale e lavoro (Goodwin, 1967).

<sup>27</sup> Su questi aspetti si veda Stiglitz (2002) che, ad esempio, attribuisce la crisi del sud-est asiatico del 1997 ad una liberalizzazione “troppo rapida” dei movimenti di capitale, anche a breve e brevissimo termine e, quindi, di natura speculativa.

<sup>28</sup> Sul modello “centro-periferia” alla base delle crisi finanziarie internazionali, con particolare riferimento alla crisi asiatica del 1997, si veda De Cecco (1999, pp. 129-142).

ascendente dell'economia e soprattutto della finanza. Se però la seconda prospera mentre la prima presenta segnali di indebolimento, allora le prospettive per lo sviluppo diventano incerte. Da questo punto di vista, il prossimo futuro potrebbe vedere un declino relativo dei paesi più "finanziarizzati" (un "autunno della finanza", secondo l'accezione di Braudel – a meno, forse, di sostanziali modifiche al modello di sviluppo) e una ascesa di quei paesi che presentano una crescita vigorosa dell'economia "reale". Ci si riferisce, in particolare, alla Cina e alle tendenze globali in atto che vedono uno spostamento verso l'Asia del "centro" dell'economia mondiale.

La Cina ha intrapreso un percorso di sviluppo ("diretto dal centro") usufruendo, allo stesso tempo, dei vantaggi dell'apertura internazionale e di un certo grado di protezionismo, controllando il valore esterno della moneta nazionale e l'accesso dei capitali stranieri (accettando generalmente gli investimenti a lungo termine ma non quelli speculativi). Si tratta, da un punto di vista generale, di una stratta battuta dai paesi che hanno percorso una fase di ascesa verso il "centro" dell'economia mondiale, diventando sostenitori aperti del liberismo una volta raggiunta una posizione di dominanza nel sistema internazionale (come, ad esempio, l'Inghilterra una volta vinta la competizione olandese e gli Stati Uniti in seguito al superamento del Regno Unito), come racconta la storia dello sviluppo economico (Landes, 2000; Bairoch, 2003). Infatti, un certo grado di "protezione" dell'industria nazionale, ovvero una opportuna configurazione delle politiche commerciali, *può* dar luogo ad una migliore performance in termini di sviluppo economico (come nell'antica tradizione mercantilista o come suggerito dal liberale inglese J.S. Mill, dall'economista tedesco Friedrich List, dal primo Segretario al Tesoro USA Alexander Hamilton, etc. con argomentazioni in parte riprese dai recenti contributi sui vantaggi comparati "dinamici" legati alla presenza di economie di localizzazione, rendimenti di scala e conseguenti dinamiche di *lock-in* tecnologico e specializzazione produttiva in settori ad elevato – o scarso – potenziale di crescita). In definitiva, l'ascesa della Cina e di altri paesi si è inserita in un contesto di "globalizzazione", promosso dal complessivo ciclo di deregolamentazione, usufruendo di consistenti risorse provenienti dai paesi più sviluppati (investimenti diretti esteri, multinazionali).<sup>29</sup>

Gli aspetti connessi alla composizione settoriale e al cambiamento tecnologico dei sistemi economici (con il declino della manifattura e l'ascesa del settore dei servizi, l'importanza crescente delle produzioni immateriali e della conoscenza e il ruolo sempre più

---

<sup>29</sup> Sulla rilevanza degli IDE per lo sviluppo cinese si veda Tseng e Zebregs (2002).

centrale della finanza)<sup>30</sup> e alla riconfigurazione della divisione internazionale del lavoro, in un quadro complessivo di deregolamentazione, suggeriscono una interpretazione della crisi come un fenomeno di portata “sistemica” dovuto a cause “reali”.<sup>31</sup> Su queste basi, lo spostamento del “centro” del sistema economico mondiale verso oriente suggerisce una interpretazione della crisi (e, nel caso specifico, delle *global imbalances*) come un fenomeno dovuto a movimenti di fondo nei processi di accumulazione capitalistica.

In prospettiva, sulla base dell’interpretazione che proponiamo, all’ascesa della Cina e dell’economia “orientale” dovrebbe seguire un ulteriore allargamento del “contenitore” del capitalismo (Braudel), con il conseguente inglobamento di altri paesi in via di sviluppo e meno sviluppati nei processi di accumulazione capitalistica.<sup>32</sup> Si tratta di un processo di cui si intravedono i primi segnali relativamente agli investimenti e alle acquisizioni cinesi nel resto del mondo (compreso l’Africa) e che potrebbe avere importanti conseguenze globali sulla crescita economica delle aree meno sviluppate, mediante la “messa a lavoro” delle periferie (le nuove “semi-periferie”); allo stesso tempo, è prevedibile che parte degli investimenti saranno indirizzati verso le attività economiche del “vecchio” centro.<sup>33</sup> Tutto ciò deriverebbe dalla dinamica strutturale del “nuovo” centro del sistema, ovvero dalla sua tendenza a spostarsi verso settori “più avanzati” e ad elevato contenuto di conoscenza, con un aumento dei salari e dei costi di produzione interni che richiederebbe nuovi produttori di materie prime, prodotti semilavorati ed, in generale, di merci prodotte con un basso costo del lavoro, dando così luogo ad una riorganizzazione della divisione internazionale del lavoro. Infine, questa evoluzione avverrebbe in competizione col “vecchio” centro, acuendo il conflitto tra capitale e lavoro derivante dalle “tradizionali” forme di sfruttamento e dalla tendenza all’assoggettamento della “conoscenza” e delle “forme di vita” all’accumulazione capitalistica.

---

<sup>30</sup> Sulla centralità della conoscenza e del lavoro immateriale per la creazione di valore e il ruolo dei mercati finanziari nel paradigma di accumulazione post-fordista si veda Fumagalli (2007).

<sup>31</sup> Da questo punto di vista, anche la finanziarizzazione dell’economia rappresenta un elemento “reale”, sia perché come fenomeno tende a presentarsi storicamente nelle fasi di declino, sia perché la recente fase di finanziarizzazione si configura come un aspetto caratteristico della fase di accumulazione post-fordista, con un duplice obiettivo: “far dipendere dall’andamento borsistico quote crescenti del reddito da lavoro differito, distribuendo in tal modo il rischio finanziario privato sull’intera collettività, e allargare la base della partecipazione ai mercati finanziari” (Fumagalli, 2007, p. 29).

<sup>32</sup> In questa prospettiva una risposta “protezionista” alla crisi, da parte dei paesi con disavanzi commerciali, avrebbe un connotato “conservatore” in quanto, ostacolando la “libertà del capitale”, porrebbe dei limiti al pieno dispiegamento delle forze produttive su scala globale (Marx, 2002).

<sup>33</sup> Una delle principali incognite riguarda il problema della stabilità politica di questi processi, ed in particolare dello sviluppo cinese (che, per quanto appena detto, avrà una rilevanza internazionale crescente), e la possibilità che le relazioni economico-finanziarie internazionali possano evolversi pacificamente.

#### 4. La recente crisi e lo sviluppo capitalistico: un quadro di sintesi

In questo paragrafo proponiamo una sintesi delle complesse vicende che, a nostro modo di vedere, hanno caratterizzato la recente fase dello sviluppo capitalistico, dando luogo (anche) alla recente crisi (una schematizzazione di questi aspetti viene proposta nella figura 1).

Dopo la crisi degli anni '70 del secolo scorso, diversi paesi – a partire da USA e UK – hanno avviato un processo di deregolamentazione al fine di ristabilire le condizioni di profittabilità, necessarie in una economia monetaria di produzione, venute meno negli anni precedenti, dando così luogo ad un rinnovato processo di accumulazione capitalistica. In ciò che segue individuiamo tre canali principali di accumulazione, tenendo presente però che i diversi elementi considerati sono tra loro interrelati in quanto parte di un fenomeno complessivo. Le scelte politiche adottate hanno creato nuove opportunità di profitto:

(i) nel mercato del lavoro, come conseguenza della compressione salariale associata alla perdita di potere contrattuale dei lavoratori (e dei sindacati) e alla estensione della flessibilità del lavoro, alla competizione tra migranti e lavoratori nazionali nei settori produttivi “meno avanzati” e all’importazione di merci da paesi con basso costo di lavoro (*great moderation*);

(ii) nei settori finanziari (in special modo in USA), con nuove pratiche di gestione del rischio (dal modello *originate-to-hold* al modello *originate-to-distribute*; sviluppo di un “sistema bancario fantasma”), l’introduzione di “innovazioni” finanziarie ed un generale coinvolgimento degli individui (investimenti azionari e obbligazionari, previdenza privata, consumo a debito, mutui immobiliari *sub-prime*, etc.) in operazioni sempre più rischiose;

(iii) nei mercati internazionali, a seguito di un processo di “globalizzazione produttiva e finanziaria” (aumento del movimento internazionale dei capitale, anche di tipo speculativo, investimenti diretti esteri e frammentazione della produzione attraverso l’*outsourcing* delle fasi meno complesse nei paesi caratterizzati da abbondanza di manodopera, etc.).

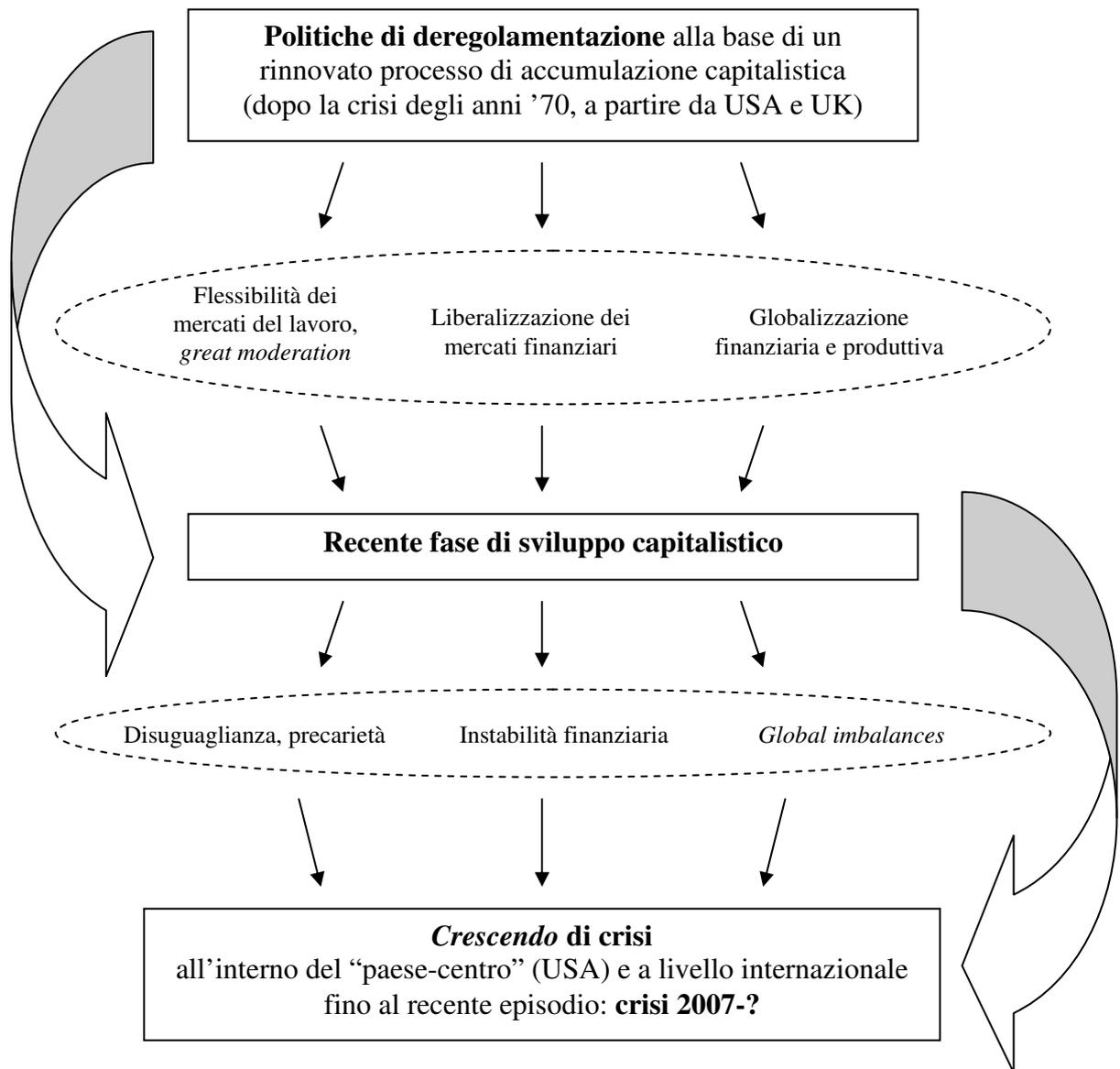


Figura 1. La crisi e la recente fase dello sviluppo capitalistico: uno schema riassuntivo<sup>34</sup>

<sup>34</sup> Le "ellissi tratteggiate" nello schema proposto evidenziano che i tre canali di accumulazione e di successiva crisi non sono nettamente separabili ma rappresentano, invece, gli aspetti fondamentali di un complessivo fenomeno di sviluppo capitalistico.

Gli stessi elementi che hanno supportato lo sviluppo capitalistico negli ultimi decenni hanno però, allo stesso tempo, determinato una tendenza verso la crisi del sistema:

(i) il problema di “carenza della domanda aggregata” connesso alla riduzione della *labour share* è stato temporaneamente “superato” col ricorso al credito al consumo ed, in generale, all’indebitamento; data l’elevata disuguaglianza della distribuzione “interpersonale” del reddito (e della ricchezza), le scelte di politica monetaria sono, in un certo senso, diventate “endogene” (come sostenuto da Fitoussi e Stiglitz), volte cioè a sostenere il consumo, il mercato immobiliare, gli investimenti finanziari, etc. con bassi tassi di interesse in un contesto caratterizzato da uno scarso potere d’acquisto di ampie fasce della popolazione, favorendo la propensione al rischio, l’indebitamento e la speculazione; inoltre, i mercati finanziari sono diventati sempre più autonomi rispetto alle banche centrali nella creazione della liquidità e l’ampio ricorso alla leva finanziaria nei periodi di “credito facile” ha reso fragile il sistema e non sostenibile un aumento dei tassi di interesse (ovvero il loro aumento ha creato un grave crollo finanziario);

(ii) l’“eccesso di finanza” ha prodotto una fase di instabilità crescente sulla base di un “meccanismo noto” (Minsky e la fragilità finanziaria), che conduce ad una crisi e che storicamente tende a ripetersi (Kindleberger), seppur presentando “elementi di novità”; in particolare, l’indebitamento è diventato insostenibile per via del suo eccessivo peso sull’economia (rapporto tra debiti e assets) e per la sua struttura per scadenza sbilanciata sul breve periodo; le “innovazioni finanziarie” hanno reso opaca la relazione rischio-rendimento dei prodotti finanziari, facendo aumentare il rischio sistemico associato alla “complessità” della struttura delle relazioni tra agenti su scala mondiale; si è quindi verificata una ampia crisi del processo di “valorizzazione” del capitale finanziario;

(iii) la “globalizzazione finanziaria” ha reso più instabili i mercati internazionali, soprattutto a causa dei movimenti speculativi; nell’ambito di un complessivo processo di riorganizzazione della divisione internazionale del lavoro, una delle conseguenze della “globalizzazione produttiva” è stata la creazione negli anni di un notevole squilibrio economico-finanziario internazionale caratterizzato, in particolare, da un disavanzo della bilancia commerciale e un eccessivo indebitamento degli USA nei confronti della Cina che, allo stesso tempo, ha presentato surplus commerciali crescenti e ha investito miliardi di dollari di riserve valutarie in *treasury bonds* statunitensi (*global imbalances*); nel frattempo, le

economie “orientali” hanno assunto una posizione sempre più centrale per lo sviluppo capitalistico mondiale.

## 5. Conclusioni

Secondo la nostra interpretazione, il ciclo di deregolamentazione avviato con le politiche degli anni '70-80, a partire da USA e UK, ha consentito una ripresa dell'accumulazione capitalistica sulla base degli elementi sopra descritti – flessibilità, liberalizzazione, globalizzazione. Come conseguenza delle caratteristiche dello sviluppo capitalistico, gli stessi elementi alla base dell'accumulazione – causando disuguaglianza, instabilità finanziaria, squilibri internazionali – hanno dato luogo ad una crisi di vasta portata, come episodio più recente di un lungo *crescendo*.

Da un punto di vista marxiano, l'espansione del credito, con i connessi e sempre più diffusi eccessi speculativi, ha avuto il ruolo di posticipare la crisi, amplificandone poi gli effetti e producendo un grave crollo finanziario che ne ha costituito la manifestazione più apparente. In questa prospettiva la crisi, come fenomeno connesso allo “sviluppo ciclico”, causa una distruzione *necessaria* per ristabilire le condizioni di accumulazione. Il problema è allora se la recente distruzione (che ha avuto come “epicentro” il mercato statunitense dei mutui immobiliari *sub-prime*) sia stata “sufficiente” in questo senso o se, in mancanza di un assestamento dei movimenti di fondo dell'accumulazione capitalistica, il verificarsi della prossima crisi non sia così lontana nel tempo (anche per la tendenza – che molti auspicano e sostengono, soprattutto negli ambienti finanziari – verso una ripartenza dell'attività economica sulla base dello stesso modello andato in crisi, magari leggermente rivisto).

Dal nostro punto di vista, sembra opportuno un (nuovo) ripensamento sulle “virtù” del *laissez-faire*, sulle capacità di auto-regolamentazione dell'economia “di mercato” e sulla validità generale (e la pretesa “oggettività scientifica”) della relazione deregolamentazione – flessibilità – efficienza – crescita economica, per riconsiderare i contributi degli economisti “classici”, il ruolo del potere economico (al di là delle diverse tipologie di “imperfezioni”) come un aspetto costituente del mercato, ed approfondire lo studio del capitalismo (e non *solo* dell'economia “di mercato”), il suo funzionamento come economia monetaria di produzione e sua la dimensione politica.

## Riferimenti bibliografici

- Antonelli C. (2009), “Appunti per una lettura schumpeteriana della crisi e implicazioni di politica economica”, *Working Paper No. 14/2009*, Dipartimento di Economia “S. Cagnetti de Martiis”, Università di Torino.
- Bairoch P. (2003), *Economia e storia mondiale*, Garzanti, Milano.
- Bernanke B.S., Gertler M.L., Gilchrist S. (1998), “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, *NBER Working Paper N. 6455*, National Bureau of Economic Research.
- BIS (2008), *78th BIS Report*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, giugno.
- Borio C. (2003), “Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?”, *CESifo Economic Studies*, 49: 181-216.
- De Cecco M. (1999), *L'oro di Europa*, Donzelli, Roma.
- De Cecco M. (2007), *Gli anni dell'incertezza*, Laterza, Bari.
- Delli Gatti D., Gallegati M., Greenwald B., Russo A. and J.E. Stiglitz (2006), “Business Fluctuations in a Credit-Network Economy”, *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 370(1): 68-74.
- Delli Gatti D., Gallegati M., Greenwald B., Russo A. and J.E. Stiglitz (2008), “Financially Constrained Fluctuations in an Evolving Network Economy”, *NBER Working Paper N. 14112*, National Bureau of Economic Research.
- Delli Gatti D., Gallegati M., Greenwald B., Russo A. and J.E. Stiglitz (2009), “Business Fluctuations and Bankruptcy Avalanches in an Evolving Network Economy”, *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 4(2): 195-212.
- Eichengreen B., O'Rourke K.H. (2009), “A Tale of Two Depressions”, *mimeo*, settembre.
- Freeman A. (2009), “What Makes the US Profit Rate Fall”, *MPRA Paper N. 14147*.
- Fumagalli A. (2007), *Bioeconomia e capitalismo cognitivo. Verso un nuovo paradigma di accumulazione*, Carocci, Roma.
- Galbraith J.K. (1955), *Il grande crollo*, edizione italiana BUR Saggi, Milano, 2006.
- Galbraith J.K. (1987), *Storia dell'economia*, edizione italiana BUR Saggi, Milano, 2006.
- Galbraith J.K. (1990), *Breve storia dell'euforia finanziaria*, edizione italiana Rizzoli, Milano, 1991.

- Goodwin R.M. (1967), "A Growth Cycle", in Feinstein C.H., *Socialism, Capitalism and Economic Growth*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Graziani A. (2001), *Teoria economica. Macroeconomia*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli.
- Greenwald B., Stiglitz J.E. (1993), "Financial Market Imperfections and Business Cycles", *Quarterly Journal of Economics*, 108(1): 77-114.
- IMF (2007), *World Economic Outlook: Spillovers and Cycles in the Global Economy*, Fondo monetario internazionale, Washington, aprile.
- IMF (2009), *World Economic Outlook: Crisis and Recovery*, Fondo monetario internazionale, Washington, ottobre.
- Impenna C. (2009), "Crisi di liquidità: i mercati interbancari e l'azione delle banche centrali", in Barucci E., Messori M., *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Egea, Milano.
- Keynes J.M. (1991), *La fine del laissez-faire e altri scritti*, con una introduzione di Giorgio Lunghini, Bollati Boringhieri, Torino.
- Kindleberger C.P., Balibar R.Z. (2005), *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, Wiley, Hoboken.
- Landes D.S. (2000), *La ricchezza e la povertà delle nazioni. Perché alcune sono così ricche e altre così povere*, Garzanti, Milano.
- Lerner A. (1972), "The Economics and Politics of Consumer Sovereignty", *American Economic Review*, 62: 258-266.
- Marazzi C. (2002), *Capitale & linguaggio. Dalla new economy all'economia di guerra*, Derive Approdi, Roma.
- Marx K. (2002), *Discorso sul libero scambio*, a cura di Alberto Burgio e Luigi Cavallaro, Derive Approdi, Roma.
- Marx K. (2009), *Il capitalismo e la crisi*, scritti scelti a cura di Vladimiro Giacché, Derive Approdi, Roma.
- Minsky H.P. (2009), *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, Bollati Boringhieri, Torino.
- Orlèan A. (1988), "Per una teoria delle aspettative in condizioni di incertezza", Messori M. (ed.), *Moneta e produzione*, Einaudi, Torino, pp. 266-284.
- Orsi C. (2010), *Il capitalismo invecchia?*, Feltrinelli, Milano.
- Ostrom E. (2006), *Governare i beni collettivi*, Marsilio, Venezia.

- Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Smithers A., Wright S. (2002), *Valuing Wall Street. Protecting Wealth in Turbulent Markets*, MacGraw-Hill, New York.
- Stiglitz J.E, Greenwald B. (2003), *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Stiglitz J.E. (2002), *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Einaudi, Torino.
- Stiglitz J.E., Fitoussi J.-P. (2009), “The Ways Out of the Crisis and the Building of a More Cohesive World”, *Documents de Travail* N. 17, OFCE Sciences Po.
- Tseng W., Zebregs H. (2002), “Foreign Direct Investment in China: Some Lessons for Other Countries”, *IMF Policy Discussion Paper No. 02/3*, Fondo monetario internazionale, Washington.
- Uctum M., Viana S. (1999), “Decline in the US Profit Rate: A Sectoral Analysis”, *Applied Economics*, 31: 1641-1652.
- WB (2010), *Global Economic Prospects 2010 Foresees Long Road to Economic Recovery*, Banca Mondiale, Washington.
- WIBO (2010), *International Patent Filings Dip in 2009 amid Global Economic Downturn*, Ginevra, Conferenza stampa, febbraio.
- Zanini A. (2005), *Filosofia economica. Fondamenti economici e categorie politiche*, Bollati Boringhieri, Torino.