Come se nulla stesse per accadere: una vana ricerca di anticipazioni della crisi attuale sulle riviste economiche a più elevato *impact factor*

Andrea Imperia and Vincenzo Maffeo[1]

LA CRISI GLOBALE
Contributi alla critica della teoria e della politica economica
Siena, 26-27 gennaio 2010

VERSIONE PROVVISORIA (*da non citare*) – 9 gennaio 2010

Should students of macroeconomics
still read the *General Theory?*
No.
Robert E. Lucas[2]

(…) one might suppose that reading Keynes
is an important part of Keynesian theorizing.
In fact, quite the opposite is the case.
N. Gregory Mankiw[3]

I. Introduzione

1. Ancora nel luglio 2007 due autorevoli economisti, A. Alesina e F. Giavazzi, sostenevano la necessità di sostituire il sistema pensionistico pubblico a ripartizione esistente in Italia con un sistema a capitalizzazione gestito da privati, in cui il lavoratore avrebbe scelto direttamente le modalità di impiego del proprio risparmio previdenziale. Uno dei difetti più evidenti di tale sistema, la possibilità che i lavoratori subiscano perdite consistenti, veniva considerato secondario rispetto ai vantaggi, anche perché, secondo i due economisti, avrebbe potuto essere corretto impartendo a ciascun lavoratore "un breve corso di finanza"[4]. Una simile proposta appare oggi grottesca, se si

---

[1] Sapienza Università di Roma (andrea.imperia@uniroma1.it; vincenzo.maffeo@uniroma1.it).
[2] Snowdon and Vane (1998: 122) .
[3] Mankiw (1992: 560) .
[4] Alesina e Giavazzi proseguivano affermando: "Così come si insegna il codice della strada, [ai lavoratori] si fornirebbero i rudimenti della finanza, di sicuro più semplici di quelli automobilistici" (Alesina, Giavazzi 2007: 94-5).

pensa che è stata avanzata poco prima dello scoppio di una delle più gravi crisi economico-finanziarie della storia del capitalismo. Essa conserva tuttavia una sua rilevanza per le riflessioni che può stimolare circa lo stato attuale della teoria economica.

A questo proposito, una prima questione affrontata nel nostro lavoro riguarda il grado di consapevolezza degli economisti *mainstream* circa la possibilità di una crisi come quella che ha preso avvio negli USA e che stiamo tuttora attraversando. Chiarire questo punto può fornire indicazioni significative sull'utilità della teoria economica dominante come strumento per la comprensione dei principali fenomeni economici e sociali. Con questo obiettivo abbiamo effettuato un esame degli articoli apparsi negli ultimi anni sulle riviste di economia a cui è associato un più elevato *impact factor*. Si tratta di riviste che ospitano esclusivamente contributi degli economisti *mainstream* e sono per questo le più adeguate per analizzare il punto di vista della teoria economica dominante. L'esame che abbiamo effettuato mostra la sostanziale assenza di contributi che prospettassero la possibilità di una crisi economico-finanziaria come quella che si è poi verificata.

Ciò pone una seconda questione. Quali caratteristiche della teoria dominante hanno ostacolato la comprensione delle tendenze in atto? Un modo di affrontare questo tema è quello di analizzare i contributi degli economisti critici dell'impostazione teorica prevalente che hanno invece prospettato, in alcuni casi con molto anticipo, la possibilità di una crisi come quella attuale. Le relazioni causali al centro di tali contributi possono infatti fornire indicazioni utili a mettere a fuoco le difficoltà della teoria ortodossa. Le ricerche che abbiamo preso in considerazione puntano l'attenzione sull'elevato indebitamento delle famiglie americane, visto come il mezzo per neutralizzare l'impatto negativo sui consumi esercitato da una redistribuzione del reddito che, come è noto, ha penalizzato i percettori di redditi bassi e medi e accresciuto le disuguaglianze. In questo contesto, la deregolamentazione finanziaria e la politica di riduzione dei tassi di interesse perseguita dalle autorità monetarie americane sono interpretate come fattori che hanno consentito la coesistenza di bassi salari e livelli elevati della domanda aggregata. La crisi è vista perciò come il risultato dell'insostenibilità, a lungo andare, del crescente indebitamento delle famiglie e, di conseguenza, anche di questo processo di sostituzione di prestiti a salari che aveva reso possibile il sostegno della domanda aggregata.

A nostro avviso, la causa della difficoltà di comprendere l'approssimarsi della crisi da parte degli economisti *mainstream* va dunque cercata nell'accettazione pressoché unanime dell'idea, respinta invece dagli economisti critici dell'impostazione dominante, che la domanda aggregata non possa costituire un limite all'aumento del reddito e

dell'occupazione e che il prodotto effettivo dell'economia tenda ad adeguarsi al suo prodotto potenziale.

Alcuni anni fa venne chiesto a R. E. Lucas se ritenesse ancora utile lo studio della *General Theory*, e la risposta fu nettamente negativa (Snowdon, Vane 1998: 22); un giudizio analogo era stato espresso in precedenza da G. Mankiw (1992: 560-1). Il corso degli avvenimenti più recenti e il manifestarsi della crisi economico-finanziaria sembrano indicare, al contrario, che quella domanda non ha perso di attualità e che una risposta diversa è quanto mai necessaria.

II. Lo scopo della ricerca e il metodo utilizzato

2. Nel nostro lavoro non viene effettuata un'analisi delle spiegazioni fin qui fornite della crisi in corso. Esso prende infatti in esame solo quanto è stato scritto *prima* che la crisi si manifestasse. Nonostante vi siano dei punti di contatto fra i due tipi di analisi - le relazioni causali alle quali ha fatto riferimento chi ha compreso l'approssimarsi della crisi forniscono anche una spiegazione delle cause che l'hanno originata - essi sono tuttavia distinti. Questa scelta trova la sua principale giustificazione nel nostro interesse per una questione che rischierebbe di essere messa in ombra da una ricerca che prendesse in considerazione anche ciò che è stato scritto dopo il manifestarsi della crisi: l'utilità della teoria per la comprensione dei principali fenomeni economico-sociali in atto e per l'individuazione delle loro possibili conseguenze prima che queste si manifestino. In breve, il nostro interesse è rivolto alla capacità predittiva della teoria nel medio-lungo termine[5]. L'approccio che abbiamo adottato permette, nelle nostre intenzioni, di valutare tale capacità non in astratto, ma in relazione ad un evento concreto di grande rilievo, rispetto al quale il manifestarsi di una inadeguatezza della teoria non può che stimolare una profonda riflessione. In questo senso, lo scopo di questo lavoro è quello di contribuire alla riflessione sulla validità del paradigma teorico dominante e su una possibile ripresa del punto di vista keynesiano, tenendo in considerazione i legami tra distribuzione del reddito, domanda aggregata e determinazione dei livelli di attività.

3. Prima di procedere oltre sono necessarie alcune precisazioni. Innanzitutto, devono essere definiti i confini temporali della nostra analisi. Per quanto riguarda il momento

[5] Non ci occupiamo, quindi, di analizzare la validità delle previsioni econometriche di breve periodo.

iniziale, ci era apparso in un primo momento naturale scegliere il 2002, l'anno in cui ebbe inizio negli Stati Uniti la fase espansiva interrotta poi dalla recessione attualmente in corso. E' talvolta accaduto, tuttavia, che una citazione rinviasse ad un lavoro di particolare interesse pubblicato in un anno precedente. Abbiamo quindi scelto di ampliare il periodo di riferimento per la generalità delle riviste, con la conseguenza di anticipare di due anni - al 2000 - l'inizio dell'analisi. Più delicata è stata l'individuazione del momento in cui ritenere conclusa la ricerca. Poiché era necessario escludere i lavori concepiti dopo l'inizio della crisi, si trattava di individuare una data che, sia pure convenzionalmente, potesse essere considerata come uno spartiacque. Come è noto, nonostante alcuni importanti segnali di difficoltà si fossero manifestati nel settore dei mutui immobiliari già nei primi mesi del 2007, è solo a partire dalla metà di giugno che la crisi subì una brusca accelerazione; le voci di forti perdite legate ai mutui *subprime* misero rapidamente in difficoltà il mercato interbancario, costringendo la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea ad ingenti immissioni di liquidità. Ci era perciò apparso ragionevole fermare la nostra ricerca all'estate del 2007. A causa dei ritardi, anche molto lunghi, con cui spesso le riviste pubblicano gli articoli che vengono loro sottoposti, ci è sembrato poi preferibile tenere un atteggiamento più flessibile. Abbiamo cioè deciso di analizzare la letteratura fino alla metà del 2009, tenendo però conto solo degli articoli chiaramente concepiti prima dell'estate del 2007.

Dobbiamo infine spiegare i motivi della scelta di prendere in considerazione esclusivamente le riviste, e in particolare quelle alle quali è attribuito un *impact factor* più elevato. L'obiettivo che ci siamo prefissi, e cioè quello di valutare la capacità predittiva della teoria economica dominante, imponeva di prendere in esame i contributi che potessero essere considerati, ad un tempo, definitivi, autorevoli e rappresentativi dei principali punti di vista riconducibili a quella teoria. Ciò ha portato innanzitutto ad escludere le pubblicazioni di carattere provvisorio (*working papers*, *discussion papers*, etc.), in cui vengono espressi punti di vista che sono per definizione suscettibili di modifiche, e a concentrare l'attenzione sugli articoli pubblicati sulle riviste accademiche. Per quanto riguarda gli altri due requisiti - l'autorevolezza e la rappresentatività dei lavori da prendere in esame - ci è sembrato conveniente fare riferimento al più diffuso indice bibliometrico oggi in uso, l'*impact factor*, mediante il quale le riviste vengono classificate in base al numero medio di citazioni per articolo pubblicato[6]. Naturalmente l'impiego dell'*impact factor* può essere messo in discussione

[6] Il *Journal Citation Reports* calcola i due indici annuali di cui abbiamo tenuto conto, e cioè il *Journal Impact Factor* e il *5-years Journal Impact Factor*, che è disponibile solo dal 2007. In base al primo indice, l'*impact factor* attribuito in un determinato anno ad una rivista è dato dal numero medio delle citazioni ottenute in quell'anno dagli articoli della rivista che sono stati pubblicati nei due anni precedenti; il secondo indice è calcolato in maniera analoga, con la sola differenza che vengono questa volta

qualora lo si voglia considerare come un indicatore assoluto della qualità degli articoli contenuti in una determinata rivista; questo tipo di critica è venuto soprattutto dagli economisti eterodossi, i cui contributi, non rientrando nell'impostazione teorica prevalente, sono normalmente ritenuti estranei agli interessi scientifici delle riviste con *impact factor* più elevato. Non c'è dubbio però che tra gli economisti *mainstream* è oggi molto diffusa la convinzione opposta, e cioè che le graduatorie delle riviste secondo l'*impact factor* siano indicative del valore scientifico degli articoli che esse ospitano. Abbiamo dunque ritenuto che le riviste con un *impact factor* più elevato potessero essere senz'altro considerate come un'espressione autorevole della teoria economica dominante; allo stesso tempo, ospitando in generale soprattutto contributi riconducibili all'impostazione *mainstream*, esse possono essere ritenute senza dubbio rappresentative di questo approccio.

In concreto, le riviste che abbiamo preso in esame sono le seguenti[7]: *American Economic Review, Brookings Papers on Economic Activity, Econometrica, Economic Journal, Economic Policy, Journal of Economic Growth, Journal of Economic Literature, Journal of Economic Perspectives, Journal of Financial Economics, Journal of International Economics, Journal of Monetary Economics, Journal of Political Economy, NBER Macroeconomics Annual, Quarterly Journal of Economics, Review of Economics and Statistics, Review of Economic Studies*.

III. I risultati della ricerca effettuata sulle riviste a più elevato *impact factor*

4. In generale, il quadro che emerge dai contributi presenti sulle principali riviste *mainstream* è quello di una sostanziale fiducia nella capacità di autoregolazione del sistema economico, che è considerata in grado di garantire una prospettiva stabile di crescita. Questo punto di vista è ben rappresentato, per esempio, da un articolo di O. Blanchard e F. Giavazzi del 2003. Quando già da alcuni anni, come vedremo più avanti,

---

considerate le citazioni relative agli articoli di una rivista che sono stati pubblicati nei cinque anni precedenti.

[7] A questo insieme siamo pervenuti prendendo in primo luogo in considerazione le prime 20 riviste secondo il *5-years Journal Impact Factor* del 2007 e del 2008 (gli unici anni finora disponibili). All'insieme così ottenuto abbiamo poi aggiunto ogni altra rivista che almeno una volta, dal 2000 in poi, sia risultata tra le prime 10 sulla base del *Journal Impact Factor*. Abbiamo infine escluso le dieci riviste seguenti, sulla base dell'idea che fossero troppo specializzate per risultare utili ai nostri scopi: *Economic Geography, Energy Journal, Health Economics, Industrial and Corporate Change, Journal of Accounting and Economics, Journal of Econometrics, Journal of Economic Geography, Journal of Health Economics, Journal of Labor Economics, World Bank Research Observer*.

sulla base di un'impostazione teorica eterodossa era stato previsto l'approssimarsi di una crisi di ampie proporzioni, i due autori sostenevano invece che la deregolamentazione dei mercati del lavoro e dei prodotti avrebbe portato a salari reali più elevati e ad una diminuzione della disoccupazione, anche se nel breve periodo potevano aversi una riduzione temporanea dei primi e un incremento della seconda. Quest'ultima situazione era quella in cui si trovavano, secondo Blanchard e Giavazzi, le principali economie europee. Tuttavia, essi continuavano,

> the future is brighter: the long-run effects should be a recovery of the labor share, and a decrease in equilibrium unemployment (Blanchard, Giavazzi 2003: 880-1).

La fiducia dimostrata da Blanchard e Giavazzi riflette, oltre che una convinzione teorica, l'atmosfera determinata dalla lunga fase di espansione dell'economia americana caratterizzata da un bassa volatilità dell'output e del tasso di inflazione che è stata chiamata "Great Moderation" (si veda ad es. Davis, Kahn 2009). Il clima di fiducia circa la possibilità di governare il ciclo economico aveva portato Bernanke, da poco a capo della FED ma studioso di estrazione accademica, a dichiarare:

> The management of market risk and credit risk has become increasingly sophisticated (…). Banking organizations of all sizes have made substantial strides over the past to decades in their ability to measure and manage risks (Bernanke 2006).

Sempre allo scopo di verificare la capacità predittiva della teoria ortodossa, abbiamo deciso di concentrare l'attenzione sugli articoli relativi all'economia degli Stati Uniti—il paese in cui ha preso avvio la crisi—e in particolare su quelli in cui si manifestavano delle preoccupazioni circa il suo andamento futuro.

I contributi sui quali si è concentrata la nostra attenzione possono essere distinti in due gruppi. Il primo gruppo di articoli concerne la possibilità del manifestarsi di un "rischio sistemico", inteso come l'eventualità che l'emergere di difficoltà in uno o più segmenti del settore finanziario potesse propagarsi ad altri segmenti o all'intero sistema finanziario, e potesse eventualmente avere delle conseguenze anche di carattere reale[8]; questa possibilità veniva generalmente associata alle caratteristiche istituzionali e alle dimensioni delle due società comunemente note come Fannie Mae e Freddie Mac[9], la cui principale attività consiste nel fornire liquidità al settore dei mutui immobiliari. Il

[8] Secondo la Banca Centrale Europea il "rischio sistemico" è "the risk that the inability of one institution to meet its obligations when due will cause other institutions to be unable to meet their obligations when due. Such failure may cause significant liquidity or credit problems and, as a result, could threaten the stability of or confidence in markets" (ECB 2004: 59).

[9] In realtà, sono la Federal National Mortgage Association (FNMA) e la Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC).

secondo gruppo di articoli riguarda più specificamente l'analisi del mercato immobiliare statunitense; in questo caso si tentava principalmente di chiarire se la crescita dei prezzi delle abitazioni fino ad allora osservata fosse di natura speculativa e quali rischi sarebbero potuti derivare per il sistema economico da una loro improvvisa e marcata caduta.

5. Di "rischio sistemico" si era discusso già nel corso degli anni '90, in connessione con l'espansione dell'attività di intermediazione finanziaria e con la crescente internazionalizzazione dei suoi strumenti[10]. Per quanto riguarda l'economia americana, negli anni che hanno preceduto il manifestarsi della crisi il "rischio sistemico" è stato invece generalmente legato alle società Fannie Mae e Freddie Mac; la questione riguardava la possibilità che eventuali difficoltà finanziarie di queste imprese avessero, a causa delle grandi dimensioni da esse raggiunte, gravi conseguenze per l'economia reale.

Questo tema era stato affrontato anche a seguito di alcuni interventi dei vertici della Federal Reserve, volti ad indurre il Congresso ad una riforma delle due società (Greenspan 2004 e 2005, Bernanke 2007). Tuttavia sulle principali riviste è presente solo un numero esiguo di lavori su questo argomento. Ciò sembra quanto meno indicare che i pericoli per l'economia americana, anche se ritenuti potenzialmente rilevanti, non fossero considerati imminenti[11] e che perciò questo problema venisse lasciato soprattutto alla trattazione su riviste di carattere specialistico.

Il punto di partenza delle argomentazioni che sostenevano la possibilità di un "rischio sistemico" era lo status di *Government-Sponsored Enterprises* (GSEs) di Fannie Mae e Freddie Mac. Si tratta infatti, come è noto, di imprese di natura privata istituite dal Congresso al fine di perseguire alcuni obiettivi specifici, in particolare quello di fornire liquidità al settore dei mutui immobiliari. Per questo motivo la loro attività era soggetta a vincoli precisi; il principale era che dovevano limitarsi ad operare sul mercato secondario e non potevano perciò concedere direttamente mutui per l'acquisto di immobili. A fronte di tali vincoli, venivano riconosciuti alle due società alcuni privilegi, come l'esenzione dalle tasse statali e locali sul reddito. Il privilegio principale era tuttavia di natura implicita. Era infatti largamente diffusa la convinzione - confermata successivamente dai fatti - che anche in caso di gravi difficoltà le due imprese non sarebbero comunque fallite, perché il governo, pur non avendo assunto

[10] Vedi a questo proposito De Bandt, Hartmann 2000.

[11] "Fannie Mae and Freddie Mac are in strong financial condition today, and the possibility of either Enterprise failing or contributing to a financial crisis is remote. (…) Nevertheless, it is useful to consider, hypothetically, what systemic impact an Enterprise could have on the housing market and financial system" (OFHEO 2003).

alcun impegno formale, sarebbe certamente intervenuto in loro aiuto. Grazie a questa convinzione esse erano in grado di finanziarsi, nonostante il *leverage* già elevato, a tassi solo leggermente superiori a quelli applicati ai titoli del debito pubblico americano. Fannie Mae e Freddie Mac erano perciò in grado, indebitandosi e impiegando poi i capitali ottenuti per acquistare altri mutui, di realizzare con ragionevole certezza dei profitti. Esisteva dunque per le due società un incentivo alla crescita dimensionale, che avrebbe potuto rendere ancora più rilevanti i rischi ai quali si riteneva esponessero l'economia americana: le vaste conseguenze della possibilità, per quanto remota, di un loro eventuale fallimento oppure, più verosimilmente, la misura significativa in cui avrebbero pesato sul bilancio pubblico nell'eventualità di un intervento del governo in loro soccorso. L'origine dei rischi ai quali si riteneva che Fannie Mae e Freddie Mac esponessero l'economia reale americana dipendeva dunque, in ultima analisi, dal loro essere di fatto sottratte alle regole del mercato. Di conseguenza veniva suggerita, in alternativa allo *status* di GSEs, la loro completa privatizzazione (Frame, White 2005: 180-1). Esse non avrebbero goduto più di alcun privilegio, ma avrebbero operato liberamente sui mercati finanziari. L'unica conseguenza negativa che gli autori ravvisavano era un modesto aumento del tasso di interesse sui mutui, i cui effetti avrebbero tuttavia potuto essere facilmente compensati da misure in favore degli acquirenti della prima casa con redditi medio-bassi. Una soluzione alternativa più realistica della precedente, che era ritenuta politicamente impraticabile dai due autori, era l'adozione di misure che pur lasciando invariata la forma giuridica delle due imprese, ne accentuassero la distanza dal governo. In particolare:

"One useful step would be for the government officials to state clearly, whenever the subject comes up, that the federal government does not guarantee the debt of Fannie Mae or Freddie Mac and will not bail them (or their creditors) out" (Frame and White, p.181).

Non sempre gli articoli riguardanti Fannie Mae e Freddie Mac toccavano questi aspetti e non sempre le preoccupazioni legate alla loro attività erano condivise; per esempio Peek e Wilcox (2006), che hanno analizzato gli effetti dello sviluppo del mercato secondario dei mutui, riconducibile in larga misura all'attività di Fannie Mae e Freddie Mac, hanno concluso che esso ha in realtà ridotto le fluttuazioni degli investimenti residenziali e del prodotto reale, contribuendo in tal modo alla cosiddetta "Great Moderation". Vi era altresì, come è stato ricordato da Frame e White (2006), chi sosteneva che le due imprese rendessero in realtà il sistema finanziario americano meno vulnerabile agli *shocks* di origine esterna. Una posizione diversa, forse un po'incerta, era rappresentata da Green e Wachter (2005). Essi, da un lato, riconoscevano l'esistenza

dei rischi legati allo *status* istituzionale delle due imprese e dall'altro consideravano tutt'altro che trascurabili i vantaggi per l'economia che da esso derivavano.

6. La crescita dei valori immobiliari, iniziata a metà degli anni '90, ha stimolato un dibattito sulla possibilità che fosse in atto un nuovo fenomeno di natura speculativa, dopo quello che aveva riguardato le azioni delle *dot.com companies*. Il fatto stesso che si sia sviluppato questo dibattito è una manifestazione della progressiva diminuzione del consenso intorno alla *Efficient Market Hyphotesis* (EMH) (Malkiel 2003:59-60), una teoria divenuta dominante nel corso degli anni '70, nel clima intellettuale associato all'affermarsi dell'ipotesi di aspettative razionali. Secondo la EMH, infatti, l'arbitraggio dovrebbe impedire al prezzo di mercato di un *asset* di discostarsi in modo persistente dal valore attuale dei rendimenti attesi, il cosiddetto "fondamentale"; questo perché ogni nuova informazione che influisca sul "fondamentale" verrebbe prontamente incorporata nel prezzo, e quindi le variazioni di quest'ultimo non potrebbero che riflettere le corrispondenti variazioni del "fondamentale". L'idea stessa di una bolla speculativa - intesa come un aumento del prezzo di mercato dovuto all'aspettativa di futuri incrementi del prezzo stesso che non trovano però giustificazione in una variazione del "fondamentale" (vedi ad es. Stiglitz 1990)- è dunque in contraddizione con la EMH. La linea difensiva che è stata allora adottata dai sostenitori della EMH è consistita nell'ammettere nel breve periodo la possibilità di scostamenti anche significativi tra il prezzo di mercato e il "fondamentale", continuando invece a ritenere valida la EMH come teoria di lungo periodo:

> What I do not argue is that the market pricing is always perfect. After the fact, we know that markets have made egregious mistakes, as I think occurred during the recent Internet "bubble". Nor do I deny that psychological factor influence securities prices. But I am convinced that (…) while the stock market in the short run may be a voting mechanism, in the long run it is a weighing mechanism. True value will win out in the end (Malkiel 2003: 61).

Non può dunque sorprendere che, nella discussione che si è svolta, tra coloro che hanno sostenuto la tesi della bolla immobiliare vi siano stati autori tradizionalmente critici nei confronti della EMH, in particolare Robert Shiller[12]. E' tuttavia necessario sottolineare che, anche quando tale tesi è stata condivisa, ciò è avvenuto con molta cautela. In un primo tempo la cautela ha riguardato soprattutto la dimensione del fenomeno; è significativa, sotto questo profilo, la conclusione di Case e Shiller nel 2003:

[12] Vedi a questo proposito Shiller 1981 e 2003 e, per quanto riguarda la tesi dell'esistenza di una bolla immobiliare, Case, Shiller 1989.

our analysis indicates that elements of a speculative bubble in single-family home prices - the strong investment motive, the high expectations of future prices increases, and the strong influence of word-of-mouth discussion - exist in some cities. (…) it is reasonable to suppose that, in the near future, price increases will stand and that prices will even decline in some cities (…). However (…) a nationwide drop in different cities are not likely to be synchronous (…). Such a lack of synchrony would blunt the impact on the aggregate economy of the bursting of housing bubbles (Case, Shiller 2003: 341-2).

Tre anni più tardi, i toni erano già più allarmati:

(…) this boom, which began in the late 1990s, is probably the biggest home price boom the United States has ever seen" (Shiller 2006a: 59).

La cautela è tuttavia rimasta in relazione al modo - traumatico o graduale - in cui la crescita dei valori immobiliari sarebbe potuta terminare, e dunque in relazione alle possibili conseguenze che si sarebbero avute per i livelli di attività (Shiller 2006b).

La tesi dell'esistenza di una bolla speculativa sul mercato immobiliare è rimasta comunque minoritaria, almeno nelle riviste che abbiamo esaminato. La crescita dei valori immobiliari è stata spiegata soprattutto in altri modi. Glaeser, Gyourko e Saks (2005: 329), ad esempio, dopo aver osservato che l'aumento dei prezzi riguardava solo un numero limitato di aree metropolitane (sia pure in crescita), lo hanno attribuito ai vincoli imposti all'offerta da un eccesso di regolamentazione. Himmelberg, Mayer e Sinai si sono mostrati scettici circa l'esistenza stessa di una bolla: "our calculations do not reveal large price increases in excess of fundamentals", ritenendo che l'aumento dei prezzi dovesse invece essere considerato coerente con i fondamentali:

recent price growth is supported by basic economic factors such as low real long-term interest rates, high income growth and housing price levels that had fallen to unusually low levels during the mid-1990s.

Non si escludeva la possibilità che i prezzi diminuissero a breve termine, ma solo come conseguenza di una variazione dei fondamentali (Himmelberg, Mayer, Sinai 2005: 68 e 90). Ancora più netta era la conclusione di H.M. Smith e G. Smith, autori di un articolo dal significativo titolo "Bubble, bubble, Where's the Housing Bubble?":

"In a bubble, market prices rise far above fundamental values (…). By this definition there was no bubble in the prices of single-family homes in 2005" (Smith, Smith 2006: 47).

Le analisi basate sull'impostazione teorica prevalente non hanno dunque individuato nel fenomeno della crescita del valore degli immobili motivi di preoccupazione per l'economia reale. Gli unici segnali di allarme sono venuti da autori che hanno analizzato

il mercato immobiliare da un diverso punto di vista, in aperta opposizione con quello dominante.

IV. Alcune analisi eterodosse che avevano previsto la crisi

8. Le preoccupazioni circa la possibilità di una crisi di vaste dimensioni sembrano dunque assenti negli articoli delle riviste con un più elevato *impact factor*. Al di fuori di esse è invece possibile trovare analisi che, prima del manifestarsi della crisi, mettevano in evidenza le circostanze che avrebbero potuto determinarla.

La contraddizione in grado di provocare una recessione, che avrebbe potuto diventare una crisi di vaste proporzioni, era già stata messa a fuoco nel maggio 2000 in un editoriale della *Monthly Review*:

> increasing inequality in income and wealth can be expected to create the age-old contradiction of capitalism: on the one hand, sluggish consumer demand narrows the marketability of the goods that capital needs to sell; on the other, profitable investment opportunities depend ultimately on vigorous growth in the effective demand for consumer goods (Foster, Magdoff, McChesnay 2000).

I tre autori, J. B. Foster, H. Magdoff e R. McChesnay, osservavano infatti che la crescita sostenuta del reddito e dei consumi che aveva caratterizzato la seconda metà degli anni ’90 non era stata accompagnata da un incremento del reddito reale per la maggioranza meno abbiente della popolazione, le cui retribuzioni erano invece risultate nel complesso stagnanti. Data la maggiore propensione al consumo che caratterizza in generale i redditi meno elevati, ci si sarebbe potuti aspettare che questa redistribuzione del reddito avesse l’effetto di contenere l’espansione della domanda di consumi. E invece, osservavano ancora Foster, Magdoff e McChesnay, la crescita della seconda metà degli anni ’90 era stata alimentata dai consumi più di quanto non fosse accaduto in tutte le altre fasi di espansione economica successive alla Seconda Guerra Mondiale. Da che cosa era stata generata, dunque, questa straordinaria espansione dei consumi?

> The obvious answer – or a good part of it – is that in the period of stagnant wages, working people are increasingly living beyond their means by borrowing in order to make ends meet (or, in some cases, in a desperate attempt to inch up their living standard) (Foster, Magdoff, McChesnay 2000).

Questa tesi era, a loro avviso, confermata dalla significativa crescita del debito delle famiglie e dal fatto che esso risultava più elevato, in rapporto al reddito disponibile, per la maggioranza meno abbiente della popolazione, mentre era proporzionalmente molto

più contenuto per le famiglie con un reddito annuo pari ad almeno 100.000 dollari. Ciò permetteva a Foster, Magdoff e McChesnay di concludere che la fase di espansione della seconda metà degli anni ’90 era stata alimentata in misura considerevole dall’indebitamento delle famiglie, e principalmente da quelle appartenenti alle classi di reddito medio-basso. L’aumento del debito aveva del resto riguardato principalmente una delle forme di indebitamento più accessibili alla vasta maggioranza della popolazione, e cioè i mutui e i prestiti immobiliari, che erano stati alimentati dai rifinanziamenti e dalla concessione di nuovi prestiti resa possibile dalla crescita dei prezzi delle abitazioni.

Il notevole incremento dell’indebitamento e il fatto che esso interessasse principalmente la maggioranza meno abbiente della popolazione contribuivano a generare, secondo Foster, Magdoff e McChesnay, uno stato di crescente insicurezza finanziaria per le famiglie, testimoniato dall’aumento dei casi di insolvenza. Questa situazione, essi sostenevano, sarebbe stata inevitabilmente aggravata da eventuali aumenti dei tassi di interesse, i quali avrebbero messo fine ai “bull markets that (…) have been fueling consumer spending” (Foster, Magdoff, McChesnay 2000). Gli autori ritenevano che, per far fronte a questa situazione, sarebbe stata prima o poi necessaria una redistribuzione del reddito a favore dei salari, non tanto per accrescere il tenore di vita dei lavoratori, quanto per consentire semplicemente loro il progressivo rientro dai debiti accumulati.

Nel maggio 2006 Foster ha riproposto, sempre sulla *Monthly Review*, l’analisi sviluppata sei anni prima insieme a Magdoff e McChesnay. Egli ha ricordato la stagnazione dei salari reali negli ultimi decenni, ad eccezione di un modesto incremento nella seconda metà degli anni ’90, e il fatto che tuttavia

> rather than declining as a result, overall consumption has continued to climb. Indeed, U. S. economic growth is ever more dependent on what appears at first glance to be unstoppable increases in consumption (Foster 2006).

Il paradosso di una diminuzione dei salari come quota del reddito nazionale associata ad una crescita significativa dei consumi è spiegabile, ha ribadito Foster, alla luce del marcato aumento dell’indebitamento delle famiglie in rapporto al reddito disponibile, un fenomeno che ha riguardato in proporzioni più accentuate la parte meno abbiente della popolazione. La quota più consistente del debito è stata garantita dalle residenze primarie, e cioè dalla principale attività patrimoniale di un’ampia maggioranza delle famiglie:

In this general context of rising household debt, it is of course the rapid increase in home-secured borrowing that is of the greatest macroeconomic significance, and that has allowed this system of debt expansion to baloon so rapidly. Houseowners are increasingly withdrawing equity from their homes to meet their spending needs and pay off the credit card balances (...). The fact that this is happening at a time of growing inequality of income and wealth and stagnant or declining wages and real income for most people leaves little doubt that it is driven to a considerable extent by need as family try to maintain their living standards [13].

La tendenza a una redistribuzione del reddito a sfavore dei salari è tuttavia, ha sostenuto Foster, un problema serio per un'economia la cui crescita è divenuta sempre più dipendente dall'espansione dei consumi privati; a suo avviso, la conseguenza più probabile di un'ulteriore crescita dell'indebitamento delle famiglie sarebbe stata infatti, alla fine, il tracollo finanziario dell'intero sistema:

There is no growth miracle whereby a mature capitalist economy prone to high exploitation and vanishing investment opportunities (and unable to expand net export to the rest of the world) can continue to growth rapidly – other than through the action of bubbles that only threaten to burst in the end (Foster 2006).

9. Alcuni degli elementi di fondo messi in evidenza nei due articoli della *Monthly Review* sono alla base anche dell'analisi stata sviluppata da Barba e Pivetti[14]. Anche per tali autori la sensibile crescita del debito delle famiglie che si è avuta, negli ultimi decenni, nell'economia statunitense è il risultato

of the effort by low and middle-income households to maintain, as long as possibile, their relative standards of consumption in the face of persistent changes in income distribution in favour of households with higher incomes (Barba, Pivetti 2009: 121-2).

Barba e Pivetti notano infatti che l'aumento dell'indebitamento ha riguardato soprattutto le famiglie a basso e medio reddito[15]. Grazie alla crescita dei prezzi delle abitazioni, l'indebitamento delle famiglie è stato alimentato mediante il rifinanziamento dei mutui già esistenti e la concessione di nuovi prestiti garantiti dall'incremento di valore degli immobili già posti a garanzia di un precedente prestito: queste due forme di

[13] Foster 2006. "Americans have been using their houses as Mastercards" ha affermato Doug Henwood in un articolo, citato in Foster 2006, nel quale si prevedeva la fine della crescita dei prezzi delle abitazioni e il verificarsi di una crisi: "So many households have taken on so much mortgage debt that if prices merely stop rising, they're going to find themselves under water" (Henwood 2006).

[14] L'articolo è stato pubblicato all'inizio del 2009 sul Cambridge Journal of Economics; la prima stesura dell'articolo era stata tuttavia sottoposta alla rivista già nel luglio 2007, immediatamente prima che la crisi si manifestasse in tutta la sua ampiezza.

[15] "(i) the highest debt-to-income ratios are found at the low and middle-sections of the income distribution; (ii) debt relative to the value of assets held also tends to be the highest among indebted households at the low and middle sections of income distribution; and (iii) the debt-service ratio of indebted households is highest for lower-income households" (Barba, Pivetti 2009: 113-4).

indebitamento sono state utilizzate in proporzione significativa per l'acquisto di beni e servizi. Tutto ciò ha comportato la diminuzione del tasso di risparmio delle famiglie e, con esso, del tasso di risparmio del settore privato dell'economia[16]. Allo stesso tempo sono cresciute sensibilmente le passività delle famiglie (Barba, Pivetti 2009: 116 e 123-4).

L'accresciuto debito delle famiglie ha dunque, apparentemente, fornito la soluzione

> to the fundamental contradiction between the necessity of high and rising levels of consumption, for the growth of the system's actual output, and a framework of antagonistic conditions of distribution, which keeps within limits the real income of the vast majority of society (Barba, Pivetti 2009: 127).

In realtà, essi osservano, questo "process of substitution of loans for wages" non può andare avanti indefinitamente. Oltre un certo livello il debito di una famiglia e il corrispondente onere per il pagamento degli interessi non possono, dato il reddito disponibile, essere accresciuti. Affinché il rapporto tra il debito e il reddito disponibile di una famiglia tenda, raggiunto un certo livello, per lo meno a stabilizzarsi, è necessario che i consumi siano inferiori al reddito disponibile in misura tanto maggiore (i) quanto più ampia è la differenza tra il tasso di interesse medio pagato sul debito e il tasso di crescita del reddito familiare e (ii) quanto più elevato è il livello già raggiunto dal rapporto debito-reddito (Barba, Pivetti 2009: 127 e 135-6). Si tratta chiaramente di un vincolo che tende a diventare sempre più stringente in una situazione come quella descritta, nella quale i salari reali sono stabili o crescono comunque meno della produttività – e quindi vedono diminuire la propria quota sul reddito – e le famiglie sono già ampiamente indebitate. In questo caso, mentre i redditi da lavoro sono in grado di assorbire una quota sempre più piccola del prodotto, le possibilità di indebitamento delle famiglie vanno progressivamente riducendosi.

La sostenibilità del processo mediante il quale l'indebitamento delle famiglie alimenta una domanda di consumi che i redditi da lavoro sono sempre meno in grado di finanziare può essere protratta, osservano Barba e Pivetti, in due modi. In primo luogo cercando di estendere il credito ad un insieme sempre più ampio di famiglie, anche a costo di andare incontro a rischi via via più elevati di insolvenza; è il caso, per esempio, dei cosiddetti prestiti *subprime*. In secondo luogo mediante una politica di progressiva riduzione dei tassi di interesse, così da sostenere il corso dei titoli e il valore delle abitazioni e, soprattutto, ridurre l'onere del servizio del debito in rapporto al reddito disponibile delle famiglie; questo è accaduto con la politica monetaria seguita dalla

[16] Il tasso di risparmio privato, sottolineano Barba e Pivetti, ha raggiunto il livello più basso dalla Grande Depressione. Nel 2006 i prestiti delle banche alle famiglie, comprensivi dei mutui e del credito al consumo, sono stati il doppio di quelli concessi alle imprese, mentre nel 1995 erano meno del 70 per cento di questi ultimi (Barba, Pivetti 2009: 125).

Federal Reserve nel periodo 1995-2005 (Barba, Pivetti 2009: 128-9). Non si può però evitare, sostengono gli autori, che si giunga alla fine ad un *redde rationem* per quanto riguarda il processo di sostituzione dell'indebitamento delle famiglie all'aumento dei salari reali. Il *redde rationem* sarebbe più vicino qualora la politica monetaria dovesse cambiare, determinando un aumento dei tassi di interesse, oppure se il valore delle abitazioni dovesse diminuire apprezzabilmente; in questo caso le difficoltà finanziarie delle famiglie si accrescerebbero più rapidamente. In entrambe le situazioni la conseguenza inevitabile sarebbe un brusco calo della disponibilità delle famiglie ad indebitarsi e della possibilità per le stesse di ottenere credito, che si tradurrebbero in una diminuzione della domanda aggregata e dei livelli di attività.

10. La questione della sostenibilità del debito delle famiglie americane era stata sollevata anche da Christopher Brown, in un articolo del 2004 sulla *Review of Political Economy* dedicato alla relazione tra distribuzione del reddito e livello della domanda effettiva. Brown osservava che l'incremento dei consumi registrato negli ultimi venti anni anche per le famiglie con reddito basso o medio può essere spiegato esclusivamente grazie all'ampliamento della disponibilità di credito e, allo stesso tempo, alla maggiore attitudine a farvi ricorso:

> A softening of the income constraint for those in the middle and lower echelons of the income hierarchy has the potential to raise spending and the propensity to consume (...). It follows that the aggregate propensity to consume can remain stable, or even increase, amidst a sharp increase in income inequality – given a sufficient surge in borrowing (Brown 2004: 303).

Ciò non significa che l'espansione dei consumi possa essere finanziata indefinitamente mediante l'indebitamento delle famiglie:

> it is difficult to overstate the importance of the consumer lending industry in sustaining the demand for consumer goods (…). But as things stand, growth may not be possible unless a significant segment of the population continues to be willing to borrow on a scale that creates or intensifies budgetary pressure on the household (Brown 2004: 305).

La questione è stata ripresa in maniera più ampia in un articolo della primavera 2007 sul *Journal of Post Keynesian Economics* [17], nel quale Brown analizza il ruolo svolto dall'ingegneria finanziaria nel rendere possibile l'espansione dell'indebitamento delle famiglie. Le innovazioni finanziarie degli ultimi decenni hanno permesso, sostiene

[17] Una prima versione dell'articolo era stata presentata nell'aprile 2006 all'Association for Institutional Thought Meeting.

Brown, la conversione in titoli negoziabili (cartolarizzazione) dei crediti immobiliari e dei crediti al consumo, che erano in precedenza attività sostanzialmente illiquide. Ciò avviene, come è noto, strutturando i titoli in lotti (anche eterogenei al proprio interno per quanto concerne il rischio e il rendimento) e collocandoli poi sul mercato, in genere presso investitori istituzionali[18]. I detentori dei titoli negoziabili così ottenuti possono a loro volta coprirsi dal rischio relativo ai crediti collaterali mediante la creazione di derivati, i quali prevedano, per esempio, la vendita ad una determinata data futura e ad un prezzo prestabilito. Il processo di cartolarizzazione, sostiene Brown, non è altro che una tecnica di diversificazione del rischio. A garanzia di ciascun lotto di titoli negoziabili c'è infatti una miriade di piccoli prestiti, cosicché risulta nel complesso ridotta l'esposizione al rischio derivante dal comportamento di ciascun singolo debitore[19]. Ciò ha ampliato la disponibilità a concedere prestiti anche alle famiglie con reddito medio-basso, le quali li impiegano prevalentemente per finanziare l'acquisto di beni e servizi:

> The practical effect of widened and deepened credit availability is to soften the budget constraint – that is, to free spending from the discipline imposed by current income. (...) borrowing is an expedient by which individuals are able to maintain their consumption status vis-à-vis other social classes in the face of rising income disparities (Brown 2007: 445).

Il risultato, in termini più generali, è che

> [f]inancial engineering boosts aggregate demand because it effectively raises the maximum amount that could be borrowed by households at virtually every tier of the creditworthiness hierarchy (Brown 2007: 441).

In questo modo vengono però poste le premesse, sostiene Brown, per l'emergere di una situazione di instabilità finanziaria. Per descrivere le condizioni di indebitamento delle famiglie, Brown si serve di una tassonomia proposta da Minsky, in base alla quale esse possono essere distinte in: a) *unità coperte*, il cui reddito è sufficiente a ripagare, nel tempo, sia il debito sia gli interessi che via via maturano su di esso; b) *unità speculative*, il cui reddito è sufficiente a pagare gli interessi ma non a ripagare il debito, che deve quindi essere continuamente rinnovato; c) *unità Ponzi*, le quali hanno un reddito che non permette loro nemmeno di pagare gli interessi, e sono perciò costrette ad accumulare nuovo debito anche solo per far fronte a questi ultimi. Una fase di

[18] In tal modo, "[t]he securitization of consumer receivables removes the constraints on the expansion of mortgage or consumer lending imposed by the general distaste of wealth controllers for nontradable assets" (Brown 2007: 432).

[19] Brown 2007: 442. Brown trascura il fatto che, per questa stessa ragione, ciascun lotto di titoli è caratterizzato da una certa opacità, la quale può indurre ad una sottovalutazione del rischio da parte degli investitori, favorendo così ulteriormente la concessione di prestiti.

espansione dei consumi e del prodotto basata sull'indebitamento delle famiglie deve inevitabilmente condurre, secondo Brown, ad una migrazione di parte di esse dalla posizione *coperta* alla posizione *speculativa*, e da questa alla posizione *Ponzi* (Brown 2007: 439). In effetti i dati risultanti dalla *Survey of Consumer Finances* sembrano confermare questa circostanza, soprattutto a partire dalla seconda metà degli anni '90 (Brown 2007: 448-9). Questo progressivo deterioramento della situazione finanziaria delle famiglie, osserva Brown, è "potentially catastrophic"; esso si tradurrà prima o poi in un aumento dei casi di insolvenza (già osservabile nel 2005), nella restrizione dell'accesso al credito e, di conseguenza, nella contrazione della spesa per consumi (Brown 2007: 439). In realtà, conclude Brown, la crescita basata sull'indebitamento delle famiglie – e sulle innovazioni finanziarie che lo hanno favorito – non è in grado, se non in via temporanea, di risolvere il problema dell'insufficienza della domanda aggregata e di evitare il verificarsi di una crisi:

> The debt-financed consumption boom of the late 1990s and early 2000s (…) created the illusion that the hollowing out of the income distribution function need not have detrimental macroeconomic consequences. [Financial innovations] do not solve the problem of the insufficiency of effective demand – they merely pospone it (Brown 2007: 452).

11. Non mancavano dunque, prima del manifestarsi della crisi, le analisi che affermavano l'insostenibilità nel lungo periodo di un processo di crescita come quello che si è avuto negli Stati Uniti negli ultimi decenni, basato sull'indebitamento delle famiglie come alternativa, al fine sostenere l'espansione dei consumi, all'aumento dei redditi da lavoro. Due presupposti accomunano queste analisi: 1) l'indipendenza delle decisioni di investimento dalle decisioni di risparmio, e 2) la rilevanza dell'espansione dei consumi ai fini della crescita del reddito.

Il primo di questi due presupposti è chiaramente riconducibile all'analisi di Keynes e implica il ribaltamento dell'impostazione teorica prevalente, nella quale la flessibilità dei prezzi e dei salari monetari che risulta dall'operare della concorrenza è considerata in grado di ricondurre costantemente il sistema economico al suo prodotto potenziale. Sarebbe esclusa, per lo meno nel lungo periodo, la possibilità che un livello insufficiente della domanda aggregata impedisca al prodotto effettivo dell'economia di adeguarsi al prodotto potenziale. Ciò perché, secondo l'impostazione teorica prevalente, le variazioni del saggio dell'interesse sarebbero in grado, in corrispondenza di qualsiasi ammontare del reddito, di adeguare le decisioni di investimento alle decisioni di risparmio, assicurando in tal modo il livello della domanda aggregata che è necessario

per assorbire qualunque volume di produzione (e quindi anche quello potenziale)[20]. Il punto di vista degli articoli nei quali veniva analizzata, ancora prima che si manifestasse, la possibilità di una crisi è esattamente opposto a questo. Esso è basato sul rigetto dell'idea che le decisioni di investimento tendono ad adeguarsi alle decisioni di risparmio mediante le variazioni del saggio dell'interesse e sull'accettazione, invece, dell'analisi keynesiana, secondo la quale sono piuttosto le decisioni di risparmio ad uniformarsi agli investimenti attraverso le variazioni del prodotto. Secondo questo punto di vista non esiste una tendenza spontanea del sistema economico a generare un livello della domanda aggregata in grado di assorbire qualunque volume di produzione. Di conseguenza, è la domanda aggregata a determinare il livello effettivo del prodotto e le possibilità di espansione. E' su questa base che è possibile analizzare il ruolo chiave svolto dall'indebitamento delle famiglie – come alternativa all'aumento dei redditi da lavoro – nel determinare la riduzione del tasso di risparmio e, di conseguenza, un'espansione dei consumi e della domanda aggregata adeguata a permettere la crescita del prodotto. Allo stesso modo, su questa base è possibile affermare che, una volta che la situazione debitoria delle famiglie non sia più sostenibile, la caduta dei consumi si tradurrà in una crisi.

Da queste ultime considerazioni emerge chiaramente come il secondo presupposto – la rilevanza dei consumi ai fini della crescita del reddito – discenda direttamente dall'idea dell'indipendenza delle decisioni di investimento dalle decisioni di risparmio. Più in generale, se è la domanda aggregata a determinare i livelli di attività e il prodotto del sistema economico, un'espansione di questi ultimi richiede normalmente un incremento dei consumi, a meno che altre componenti della domanda - gli investimenti, la spesa pubblica o le esportazioni – non aumentino a loro volta. Nell'impostazione prevalente questo non è necessario, in quanto un ammontare insufficiente dei consumi tenderebbe ad essere "compensato" da un volume elevato di investimenti, così da generare la domanda aggregata in grado di assorbire il prodotto potenziale.

Questo punto di vista spiega la posizione che le analisi *mainstream* hanno tenuto, prima del manifestarsi della crisi, relativamente alla questione dell'indebitamento delle famiglie. Esse hanno visto questo fenomeno non come la conseguenza della stagnazione dei salari, e quindi dell'insufficienza della domanda di consumi finanziata dal reddito corrente, ma piuttosto come il risultato del comportamento massimizzante delle famiglie, le quali – una volta allentati i vincoli di liquidità per effetto delle innovazioni finanziarie e della politica di riduzione dei tassi di interesse – avrebbero cercato

[20] Quello che conta, nell'idea dell'adeguamento degli investimenti all'offerta di risparmio, è la flessibilità del saggio dell'interesse alle divergenze tra queste due grandezze, e prima ancora (da un punto di vista logico) la relazione inversa tra il saggio dell'interesse e il volume degli investimenti.

attraverso il ricorso all'indebitamento di stabilizzare l'andamento dei propri consumi, in linea con le teorie del ciclo vitale o del reddito permenente (vedi per esempio Barnes, Young 2003: 17-8; Debelle 2004: 2-4; Dynan, Kohn 2007: 3-4). Quanto alla questione della sostenibilità dell'indebitamento delle famiglie e al drastico calo dei consumi e del reddito che l'accumulazione del debito avrebbe, alla fine, potuto comportare, essi non sono stati visti come un motivo di preoccupazione, ma soltanto come un elemento che avrebbe potuto accentuare le fluttuazioni cicliche che, a seguito di *shocks* di diversa natura, avrebbero potuto investire il sistema economico:

> Increased household indebtedness, in and of itself, is not likely to be the source of a negative shock to the economy. Rather the primary macroeconomic implication of high debt levels will be to amplify shocks to the economy coming from other sources (Debelle 2004: 37).

Una politica monetaria attenta a questo problema potrebbe peraltro, secondo Debelle, ridurre l'ampiezza di queste fluttuazioni (Debelle 2004: 37). Si tratta di affermazioni che implicano la fiducia nella capacità del sistema economico di assicurare, in ultima analisi, la domanda aggregata in grado di assorbire qualunque volume di produzione, oltre che nell'efficacia dell'azione delle autorità monetarie, come emerge da considerazioni come questa:

> Although high debt service obligations relative to income would appear to leave households more open to unexpected changes in income and interest rates, many macroeconomic shocks involve the demand for goods and services and tend to lead to offsetting movements in income and interest rate (Dynan, Kohn 2007: 110).

Conclusioni

12. Ciò che emerge dalle analisi che si basano su un approccio critico è la consapevolezza della possibilità di una crisi economica di vaste proporzioni, che trova il suo fondamento nel fatto che queste analisi fanno uso di strumenti teorici che a loro volta consentono di prospettare la possibilità di una crisi. Si tratta di una situazione opposta a quella della teoria prevalente, nella quale l'idea che il sistema economico tenda costantemente a gravitare intorno al prodotto potenziale sembra aver impedito la possibilità stessa di immaginare il verificarsi di una crisi come quella corrente.

E' ragionevole ritenere che nei prossimi anni l'analisi ortodossa si evolverà cercando di incorporare la possibilità di contrazioni del prodotto e dei livelli di occupazione di dimensioni paragonabili a quelle che si sarebbero avute, in questa crisi, senza il

massiccio intervento dello Stato. E' altrettanto ragionevole aspettarsi che da tali sviluppi possa seguire la raccomandazione di regole più severe per il credito e la finanza, a causa della presenza in questi settori di imperfezioni di cui la teoria, in particolare la teoria macroeconomica, non avrebbe fino ad ora tenuto conto. In una simile linea di sviluppo della teoria e delle raccomandazioni di politica economica vediamo il rischio che l'introduzione di una più rigida regolamentazione del credito e della finanza - senza che venga allo stesso tempo affrontato il problema di una stabile redistribuzione del reddito a favore dei lavoratori, anche attraverso la spesa pubblica e le forme del prelievo fiscale - abbia come conseguenza un lungo periodo di stagnazione negli Stati uniti e dunque nel resto del mondo. La teoria ortodossa non appare in grado di concepire che la ripresa del processo di crescita debba passare per cambiamenti della distribuzione opposti a quelli verificatesi nell'ultimo trentennio. Da qui l'enfasi sulla regolamentazione dei settori del credito e della finanza.

In parte, tale tendenza deriva probabilmente anche da un intento difensivo. Chi condivide l'impostazione teorica dominante si trova nella scomoda condizione di dover spiegare perché, dopo che per molti anni sono state messe in pratica tutte le principali raccomandazioni di politica economica che da essa discendono, si è verificata una delle crisi peggiori della storia del capitalismo. Deve cioè spiegare - anche all'opinione pubblica - perché quelle raccomandazioni di politica economica non debbano essere considerate, esse stesse, tra le cause della crisi. Porre l'accento sull'insufficienza dell'attività di regolamentazione, di cui la teoria non può essere ritenuta la principale responsabile, sarebbe un modo di evitare questo tipo di obiezioni.

Le analisi che, sulla base del principio keynesiano della domanda effettiva, riconoscono l'esistenza di limiti di domanda alla produzione e all'occupazione si trovano, come abbiamo visto, in una condizione diversa. A nostro avviso, ponendo l'accento sulla necessità di una stabile redistribuzione del reddito a favore del lavoro dipendente, gli economisti eterodossi hanno un'importante opportunità di provocare cambiamenti significativi sia nell'analisi teorica che negli indirizzi prevalenti di politica economica.

Riferimenti bibliografici

Alesina A., Giavazzi F. 2007, *Il liberismo è di sinistra*, Il Saggiatore, Milano.

Bank for International Settlements (BIS) 2008, *78th Annual Report*, Basel, 30 June 2008; available at http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.pdf?noframes=1.

Barba A., Pivetti M. 2009, "Rising household debt: Its causes and macroeconomics implications – a long-period analysis", *Cambridge Journal of Economics*, 33(1), January, 113-137.

Barnes S., Young G. 2003, "The Rise in US Household Debt: Assessing Its Causes and Consequences", Bank of England Working Papers, No. 206.

Bernanke B. 2006, "Modern Risk Management and Banking Supervision", Speech at the Stonier Graduate School of Banking, Washington, D.C., June 12, available at http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20060612a.htm

Bernanke B. 2007, "GSE Portfolios, Systemic Risk, and Affordable Housing", Speech Before the Independent Community Bankers of America's Annual Convention and Techworld, Honolulu, Hawaii, March 6, 2007, available at http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20070306a.htm

Blanchard O., Giavazzi F. 2003, "Macroeconomic effects of regulation and deregulation in goods and labor markets", *The Quarterly Journal of Economics*, August, 879-907.

Brown C. 2004, "Does Income Distribution Matter for Effective Demand? Evidence from the United States", *Review of Political Economy*, Vol. 16, No. 3, July, pp. 291-307.

Brown C. 2007, "Financial Engineering, consumer credit, and the stability of effective demand", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 29, No. 3, Spring, pp. 427-53.

Case K. E., Shiller R. J. 1989, "The Efficiency of the Market for a Single-Family Homes, *American Economic Review*, March, 79 (1), pp. 125-137.

Case K. E., Shiller R. J. 2003, "Is there a Bubble in the Housing Market?", *Brookings Papers on Economic Activity*, Issue 2, pp. 299-362.

Davis S.J., Kahn J.A. 2008, "Interpreting the Great Moderation: Changes in the Volatility of Economic Activity at the Macro and Micro Levels", *Journal of Economic Perspectives*, vol.22, No.4, Fall, pp.155-80

De Bandt O., Hartmann P. 2000, "Systemic risk: a survey", *ECB Working Papers*, No. 35,

Debelle G. 2004, "Macroeconomic Implications of Rising Household Debt", *BIS Working Papers*, No. 153; available at http://www.bis.org/publ/work153.pdf?noframes=1.

Dynan K. E., Kohn D. L. 2007, "The Rise in US Household Indebtedness: Causes and Consequences" in Kent C., Lawson J. (eds.), *The Structure and Resilience of the Financial System, Reserve Bank of Australia*, Sydney, pp. 84-113.

ECB (European Central Bank) 2004, *Target Annual Report*; available at http://www.ecb.int/pub/pdf/other/targetar2004en.pdf.

Fatás A., Mihov I. 2003, "The case for restricting fiscal policy discretion", *The Quarterly Journal of Economics*, November, pp. 1419-47-

Foster J. B. 2006, "The Household Debt Bubble", *Monthly Review*, 58:1, May, available at www.monthlyreview.org/0506jbf.htm; reprinted in: Foster J.B. and Magdoff F. 2009, *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*, Monthly Review Press, New York, pp. 27-38.

Foster J. B., Magdoff H. 2000, "Working Class Households and the Burden of Debt", 50:1, May; available at http://monthlyreview.org/500editr.htm.

Frame W. S. and White L. J. 2005, "Fussing and Fuming over Fannie and Freddie: How Much Smoke, How Much Fire?", *Journal of Economic Perspectives*, 19(2), Spring, pp. 159-184.

Glaeser E. L., Gyourko J., Saks R. E. 2005, "Why Have Housing Prices Gone Up?", *American Economic Review*, 95(2) May, pp. 239-333.

Green R. K., Wachter S. M. 2005, "The American Mortgage in Historical and International Context", *Journal of Economic Perspectives*, 19(4), pp. 93-114.

Greenspan A. 2004, "Government-sponsored enterprises", Testimony of Chairman Alan Greenspan before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, February 24, 2004; available at http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2004/20040224/default.htm.

Greenspan A. 2005, "Regulatory reform of the government-sponsored enterprises", Testimony of Chairman Alan Greenspan Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate April 6, 2005; available at http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2005/20050406/default.htm.

Henwood D. 2006, "Leaking Bubble", *The Nation*, March 27; available at http://www.thenation.com/doc/20060327/henwood.

Himmelberg C., Mayer C., Sinai T. 2005, "Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions", *Journal of Economic Perspectives*, 19(4), pp. 67-92.

Hurst E., Stafford F. 2004, "Home is Where Equity is: Liquidity Constraints, Refinancing and Consumption", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 36, No. 6, December, pp. 985-1014.

Malkiel B. G. 2003, "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics", *Journal of Economic Perspectives*, 17(1) Winter, pp. 59-82.

Mankiw N. G. 1992, "The reincarnation of Keynesian economics", *European Economic Review*, 36(2-3), pp. 559-65.

OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight) 2003, "Systemic Risk: Fannie Mae, Freddie Mac and the Role of OFHEO"; available at http://www.fhfa.gov/webfiles/1145/sysrisk.pdf

Peek J., Wilcox J. A. 2006, "Housing, Credit Constraints, and Macro Stability: The Secondary Mortgage Market and Reduced Cyclicality of Residential Investment", *American Economic Review*, May, 96(2), pp. 135-140.

Shiller R. J. 1981, "Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?", *American Economic Review*, 71(3) June, pp. 421-436.

Shiller R. J. 2003, "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance", *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), pp. 83-104.

Shiller R. J. 2006a, Comment to "Bubble, Bubble, Where's the Housing Bubble?" by Smith M.H. and Smith G., *Brookings Papers on Economic Activity*, Issue 1, pp. 59-67.

Shiller R. J. 2006b, "Long-Term Perspectives on the Current Boom in Home Prices", *Economists' Voice*, March; available at http://www.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1145&context=ev

Smith H. M., Smith G. 2006, "Bubble, Bubble, Where's the Housing Bubble?", *Brookings Papers on Economic Activity*, Issue 1, pp. 1-50.

Snowdon B. S., Vane H. R. 1998, "Transforming macroeconomics: an interview with Robert E. Lucas Jr.", *Journal of Economic Methodology*, 5:1, pp. 115-146.