

economia CIVILE

20

Quaderni
della
Fondazione A.J. Zaninoni



LA CRISI FINANZIARIA
E I SUOI SVILUPPI:
GLI INSEGNAMENTI
DI HYMAN MINSKY

introduzione
Pia Locatelli

saluti
Esther Minsky
Stefano Paleari

saluto e relazione
Alessandro Roncaglia

relazioni
Pierluigi Ciocca
Jan Kregel
Riccardo Bellofiore

interventi programmati
Salvatore Biasco
Marcella Corsi
Roberto Petrini
Mauro Gallegati

10 settembre 2012

Quaderni della Fondazione A.J. Zaninoni

Editore: Associazione Amici della Fondazione Zaninoni,
via Zambonate 33, 24122 Bergamo

Direttore responsabile: Augusto Benvenuto

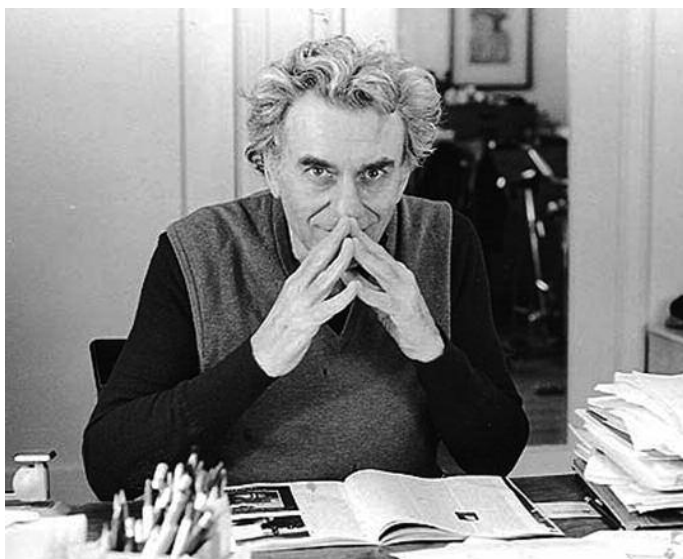
Registrazione: Tribunale di Bergamo n. 32 del 27 giugno 2002

Stampa: Sestanteinc - Bergamo

Anno VIII - n. 2 - dicembre 2012

Poste Italiane SpA - Spedizione in Abbonamento Postale D.L. 353/2003
(conv. in L. 27/02/2004 n. 46) art. 1, comma 2, DCB Bergamo

PRESENTAZIONE



Hyman Philip Minsky

(Chicago, 23 settembre 1919 - Rhinebeck, 24 ottobre 1996)

Nel dicembre dello scorso anno, a quindici anni dalla morte del professor Hyman Minsky, la Fondazione A.J. Zaninoni e il Dipartimento di Scienze economiche dell'Università di Bergamo hanno organizzato il convegno *Il profeta della crisi. Tributo a Hyman Minsky* per rendere omaggio a questo grande economista. Hyman Minsky, statunitense, era, e si considerava, anche un po' italiano: romano in quanto aveva lavorato per un anno a Roma al Centro studi di Confindustria, ma soprattutto bergamasco dal momento che dal '78 sino alla morte venne sistematicamente a Bergamo, instaurando un forte legame non solo con l'Università, il cui Dipartimento di Scienze economiche porta il suo nome, ma con tutta la città, tanto da averne *post mortem* la cittadinanza onoraria. Per questa doppia "appartenenza" italiana la Fondazione A.J. Zaninoni e l'Associazione Economia Civile, i cui ri-

spettivi scopi statutari coincidono significativamente, hanno ritenuto di co-organizzare una seconda iniziativa a Roma, dopo quella di Bergamo, in continuazione e ulteriore approfondimento dell'analisi del pensiero di Hyman Minsky, Economia Civile, associazione con sede a Roma, ha lo scopo di promuovere la ricerca scientifica e il dibattito politico-culturale sul nesso tra economia e sviluppo civile della società, e organizza attività di ricerca, conferenze e dibattiti.

La Fondazione A.J. Zaninoni, che ha sede a Bergamo, attraverso ricerche, convegni, seminari, pubblicazioni, promuove la diffusione della cultura del lavoro, anche nella sua accezione più ampia di progetto di vita; studia i *trend* dell'economia e i meccanismi del mercato del lavoro; favorisce opportunità equivalenti e percorsi tendenti alla parità.

Quelli che seguono sono gli atti del convegno *La crisi finanziaria e i suoi sviluppi: gli insegnamenti di Hyman Minsky*, tenutosi il 10 settembre a Roma, la città dove appunto ebbe inizio il rapporto di Hyman Minsky con l'Italia.

Gli atti del convegno *Il profeta della crisi. Tributo a Hyman Minsky* sono scaricabili in formato pdf all'indirizzo <http://www.fondazionezaninoni.org/pdf/quaderno19.pdf> oppure se ne può richiedere la pubblicazione cartacea a info@fondazionezaninoni.org

Pia Locatelli
presidente Fondazione A.J. Zaninoni
www.fondazionezaninoni.org

Alessandro Roncaglia
presidente Economia Civile
www.economicivile.it

LA CRISI ECONOMICA E I SUOI SVILUPPI: GLI INSEGNAMENTI DI HYMAN MINSKY

Pia Locatelli

presidente della Fondazione A.J. Zaninoni

Benvenuti e benvenute a questo incontro sugli insegnamenti di Hyman Minsky e sulla crisi finanziaria e i suoi sviluppi, organizzato dall'associazione Economia Civile e dalla Fondazione A.J. Zaninoni. L'incontro di oggi è in qualche modo una continuazione, o meglio un approfondimento di un'altra iniziativa organizzata a Bergamo lo scorso dicembre in collaborazione tra la Fondazione Zaninoni e il Dipartimento di Scienze economiche dell'Università di Bergamo, qui rappresentata dal rettore, professor Stefano Paleari, e dal professor Riccardo Bellofiore. Due parole brevissime sulla Fondazione Zaninoni, mentre l'associazione Economia Civile verrà presentata dal presidente, professor Alessandro Roncaglia. La Fondazione Zaninoni è bergamasca, svolge la sua attività da dodici anni, è stata fondata il 1° maggio del 2000. La scelta del giorno non è casuale, così come non è casuale il fatto che la composizione dei suoi organismi sia assolutamente paritetica: lo stesso numero di uomini e di donne. È nata per ricordare la figura di un imprenditore illuminato, Jack Zaninoni, grande amico ed estimatore di Hyman Minsky.



Questo convegno, oltre che un tributo a un grande economista, vuole essere un'occasione di riflessione sull'analisi che Hyman Minsky ha fatto della crisi e sulle sue implicazioni per la crisi in corso. Credo che qui, tranne i giovani, quasi tutti lo abbiamo conosciuto, un economista americano ma anche un poco italiano e anche un poco bergamasco, morto quindici anni fa, un economista fuori dal coro che è rimasto isolato in una professione egemonizzata di fatto dal pensiero neoclassico. Hyman Minsky ha passato gran parte della sua vita a studiare i mercati finanziari e a cercare di convincere i suoi colleghi, prima a Chicago, poi a Berkely, poi alla Washington University di Saint Louis, che questi mercati sono intrinsecamente instabili; non lo hanno ascoltato per decenni, fino a che la crisi di questi anni ha convinto tanti che lui aveva ragione, e quindi è diventato famoso.

A Bergamo però lo abbiamo subito apprezzato, lo abbiamo stimato, lo abbiamo studiato e soprattutto lo abbiamo sentito "nostro", della nostra università. Il suo legame con Bergamo e con la sua università è durato quasi vent'anni, ci ha fatto grande onore questa forte relazione e gli abbiamo dedicato il Dipartimento di Scienze economiche e ora bisogna fare in modo, professor Paleari, di mantenere questo nome dentro l'Università di Bergamo nonostante la riorganizzazione dei dipartimenti.

Il legame di Hyman Minsky con l'Italia non è però nato a Bergamo ma a Roma, grazie a Jan Kregel, un altro economista americano, che era stato chiamato a far parte del Centro Studi di Confindustria, allora guidata da Guido Carli, e il professor Kregel aveva poi segnalato il nome di Minsky. Confindustria di allora fece una grande apertura, perché sicuramente non era fuori dalla *mainstream economics* ma ha accettato questo economista eterodosso, che si trasferì per un anno con la famiglia a Roma ed è rimasto un po' italiano, un po' romano, un po' bergamasco.

Hyman Minsky aveva un'idea per me molto interessante dell'economia come un insieme di relazioni sociali e ci ha lasciato alcuni insegnamenti che sono stati sintetizzati in modo chiarissimo dal professor Piero Ferri nel nostro convegno di Bergamo del dicembre scorso: *in primis* la sfida principale è capire l'economia contemporanea; al-

tra cosa importantissima, l'economia non è un dato di natura ma è plasmabile con politiche economiche ed istituzionali; infine e soprattutto la sfida va vinta con tecniche di frontiera. E non è casuale la scelta di riportare sui nostri inviti e proiettare sullo schermo alle nostre spalle questa frase di Keynes: "Dobbiamo inventare una nuova saggezza per una nuova epoca. Nel frattempo se vogliamo veramente fare qualcosa di buono, dobbiamo apparire eterodossi, importuni, pericolosi, ribelli nei confronti di chi ci ha preceduto", frase che io trovo giustissima pensando ad Hyman Minsky.

Ringrazio ancora tutti e tutte per essere qui e passo ora la parola a Esther Minsky, a conferma del nostro legame non solo con Hyman ma con tutta la famiglia Minsky. Esther continua ad essere bergamasca perché viene sempre a Bergamo tutte le estati. Grazie Esther

Esther Minsky

First I want to thank the organizers of this tribute to my husband: Pia Locatelli, from the Fondazione Zaninoni, and Sandro Roncaglia, from Economia Civile. A special thank to Stefano Paleari, rettore of the Università of Bergamo. Coming to Rome to honour Hy is a very special event for me. In 1978 Jan Kregel invited Hy to join him at Confindustria for a year. Shortly thereafter we spent a semester in Rome



thanks to Sylos Labini and Salvatore Biasco. It was certainly one of the highlights of my life, as it was for Hy. So I am particularly delighted to be here today to welcome the guests, participants and to revisit dear friends. Thank you, enjoy the conference.

Innanzitutto voglio ringraziare gli organizzatori di questo tributo a mio marito: Pia Locatelli, della Fondazione Zaninoni, e Sandro Roncaglia, di Economia Civile. Un ringraziamento speciale a Stefano Paleari, rettore dell'Università di Bergamo.

Venire a Roma per onorare Hy è un evento molto speciale per me.

Nel 1978 Jan Kregel invitò mio marito ad affiancarlo in Confindustria per un anno. Poco tempo dopo abbiamo trascorso un semestre a Roma grazie a Sylos Labini e Salvatore Biasco. Fu certamente uno dei periodi migliori della mia vita, così come lo fu per Hy.

Quindi sono particolarmente felice di essere qui oggi a dare il benvenuto a ospiti e partecipanti e a rivedere dei cari amici.

Grazie, buona conferenza.

Pia Locatelli

Ora la parola al professor Stefano Paleari, rettore dell'Università di Bergamo.

Stefano Paleari

rettore Università di Bergamo

Cara Pia, cari amici, sono molto grato e soddisfatto di essere qui oggi e di portare il saluto dell'Università degli Studi di Bergamo a questo importante convegno. Sono grato alla Fondazione Zaninoni e in particolare all'onorevole Pia Locatelli che ne è l'animatrice da sempre. La Fondazione Zaninoni condivide con la nostra Università un sodalizio fatto di persone, idee e proposte e rappresenta un *partner* davvero speciale. Non a caso e proprio

grazie all'azione della Fondazione Zaninoni e degli economisti del nostro Ateneo, *in primis* Piero Ferri, rettore dell'Università per quindici anni, e Riccardo Bellofiore, il Dipartimento di Scienze economiche è intestato alla persona di Hyman Minsky. Sono inoltre soddisfatto perché proprio in questo momento storico si ritorna a ragionare sia intorno al pensiero di Minsky sia sull'attenzione che una comunità scientifica matura ripone verso gli intellettuali considerati nel loro tempo "scomodi".

L'attualità della riflessione proposta oggi è chiara anche a chi come me è comparativamente inesperto sui temi dell'economia e delle crisi finanziarie. Non voglio quindi addentrarmi in considerazioni che sono di pertinenza degli autorevoli relatori che seguiranno. Soltanto voglio portare una riflessione che si può associare alla vita accademica di Minsky, quella per cui Minsky si è trovato per molto tempo, ed è stato tenuto per molto tempo lontano dal o dai *mainstream* della sua epoca. Come ad esempio quando si è opposto alla deregolamentazione dell'*industry* finanziaria che ha caratterizzato tutti gli anni Ottanta e che è certamente tra le ragioni della crisi finanziaria che stiamo vivendo.

Il "non allineamento" è, io credo, una necessità per la vita accademica. Per questo guardo con diffidenza alle regole che, con l'intento di promuovere il merito e l'eccellenza, tendono a "pesare" la quantità piuttosto che la qualità e l'originalità del pensiero. Essere lontano



dal *mainstream*, o non allineato, è certamente scomodo, si paga un prezzo personale per difendere un'idea che fa bene alla società e quindi a tutti, anche a quelli che non la condividono. "Istituzionalizzare" la logica dei *mainstream* significa impoverire la ricerca scientifica, ricondurla alle mode, dimenticando che ogni innovazione e ogni scoperta, tanto nel campo delle discipline scientifiche quanto in quelle sociali, è per definizione il superamento del pensiero dominante. Il "nuotare controcorrente", per dirla alla Schumpeter, è faticoso ma riserva tante piacevoli sorprese e consente di guardare attraverso la congiuntura. In fondo è quello di cui abbiamo bisogno oggi per dare nuova speranza e una prospettiva futura.

Vi giunga quindi il mio saluto e il mio impegno a far sì, nelle modalità che si rendono possibili anche dopo la recente riforma degli assetti organizzativi dell'università, che il nome di Hyman Minsky resti legato a Bergamo, come se lui potesse anche per gli anni a venire essere nella nostra mente un *visiting professor* della nostra Università, come lo è stato con immenso piacere insieme alla dolcissima moglie Esther che oggi è qui con noi e che abbraccio.

Pia Locatelli

Grazie al rettore – è anche un caro amico, non è solo il rettore della nostra Università.

Sono lieta di dare la parola ad Alessandro Roncaglia, cofondatore e presidente dell'associazione Economia Civile. Il professor Roncaglia è ordinario di Economia all'Università La Sapienza di Roma, membro dell'Accademia nazionale dei Lincei e presidente della Società italiana degli Economisti. Ci presenterà l'Associazione e poi inizierà i lavori entrando nel merito con una sua relazione. Grazie

Alessandro Roncaglia

presidente di Economia Civile - Università La Sapienza di Roma

Grazie Pia. Devo dire che in occasione di un convegno



per Minsky è straordinario come le relazioni di amicizia tra le persone si cumulino a quelle di interesse per il pensiero l'uno dell'altro. Innanzitutto vi porto il saluto e il ringraziamento di una delle due associazioni organizzatrici di questo convegno, Economia Civile. Questa associazione, fondata nel giugno 2011, ha lo scopo statutario di promuovere la ricerca scientifica e il dibattito politico-culturale sul nesso tra economia e sviluppo civile della società, nella tradizione di Giacomo Matteotti, Gaetano Salvemini, Ernesto Rossi, Norberto Bobbio e Paolo Sylos Labini. I soci fondatori dell'Associazione sono anche gli attuali membri del Consiglio direttivo: Alessandro Roncaglia (presidente), Maria Cristina Naso (tesoriere), Marcella Corsi, Carlo D'Ippoliti, Paolo Palazzi, Roberto Petri, Mario Tonveronachi. Pubblica le due riviste *Moneta e Credito* e *PSL Quarterly Review*, che sono disponibili gratuitamente nel sito web dell'associazione, www.economicivile.it, assieme alle altre informazioni sulla nostra attività. Questo è il nostro primo convegno; siamo grati a Pia Locatelli e alla Fondazione Zaninoni per l'opportunità di organizzarlo assieme.

L'argomento del convegno, il pensiero di Hyman Minsky e gli insegnamenti che ne possiamo trarre per la crisi attuale, è in forte corrispondenza con gli obiettivi di Economia Civile che ho appena ricordato. I nostri riferimenti culturali indicano infatti chiaramente che per economia civile non intendiamo il settore *non profit* considerato co-

me un terzo settore dell'economia in opposizione a Stato e mercato, come fa una vasta letteratura soprattutto di orientamento cattolico, ma una concezione dell'economia e della società tutta, che, pur all'interno di un'economia sostanzialmente di mercato (per quanto coesistente con un ruolo rilevante del settore pubblico), pone a obiettivo centrale lo sviluppo civile della società nel suo complesso, tramite un insieme di regole e interventi pubblici ma anche tramite lo sviluppo e la difesa di una cultura civica, che nel nostro Paese è troppo poco diffusa.

Credo di poter dire che Hyman sarebbe stato d'accordo con questa impostazione. Ad essa infatti ha fornito un importante contributo scientifico analizzando il modo di funzionare dell'economia capitalista e mettendone in luce l'intrinseca instabilità e la propensione a cadere ripetutamente in situazioni di crisi. In questo modo Hyman poteva indicare a quali politiche ricorrere per rendere meno fragile l'economia e per sostenere l'occupazione, che costituiva per lui – come per qualsiasi economista orientato in senso civile – un obiettivo centrale. Anzi, proprio alla piena occupazione erano dirette le sue proposte di considerare il governo come datore di lavoro di ultima istanza, che affiancasse il ruolo comunemente attribuito alla Banca centrale di prestatore di ultima istanza.

Provo a sintetizzare in tre punti il contributo di Hyman Minsky: incertezza, fragilità finanziaria, *money manager capitalism*. Nel suo primo importante libro, *John Maynard Keynes*, del 1975, Hyman propone una interpretazione di Keynes diversa sia da quella dominante della cosiddetta sintesi neoclassica di Hicks e Samuelson sia da quella prevalente tra i post-keynesiani allievi diretti di Keynes a Cambridge, come Kahn e Joan Robinson. Minsky infatti nella sua interpretazione attribuisce un ruolo importante all'incertezza, discussa da Keynes nel suo *Treatise on probability* del 1921 (tra l'altro Keynes è nato come matematico, quindi il suo trattato sulla probabilità è un lavoro dall'interno, accademicamente ben fondato). L'incertezza non è considerata una caratteristica indefinita, contrapposta al rischio probabilistico – come fa tutta la tradizione *mainstream* – ma il caso generale di un *continuum* che ha i suoi estremi nella certezza assoluta e nell'incertezza totale. Nella realtà ci troviamo comune-

mente tra questi due estremi, assai raramente nell'uno o nell'altro, e quindi trovandoci in situazioni intermedie conta molto se ci si trova più vicino all'uno o all'altro dei due estremi. Così Keynes, quando parla di grado di confidenza nell'argomento, sottolinea le differenze esistenti tra situazioni in cui l'incertezza è più o meno grande: ad esempio le decisioni d'investimento in nuovi impianti riguardano un orizzonte temporale lungo e vanno distinte da quelle sui livelli di produzione correnti che riguardano un orizzonte temporale decisamente più breve. Quindi essendo due tipi di decisioni dobbiamo avere due teorie separate, e una terza teoria per la finanza che ha un orizzonte ancora diverso. Questa nozione di incertezza è alla base della teoria della liquidità di Keynes, cioè la spinta a detenere attività liquide per far fronte a cambiamenti impreveduti nella situazione, ed è alla base della descrizione dei mercati finanziari come fondati su convenzioni adottate dagli operatori, cui ci si riferisce come al clima delle opinioni che possono cambiare anche bruscamente di fronte a modifiche della situazione.

Su questa base di interpretazione di Keynes e utilizzando in modo innovativo l'analisi dei flussi di fondi della tradizione di Irving Fisher, Minsky costruisce la sua teoria della fragilità finanziaria endogena: una teoria che – riteniamo in molti – avrebbe dovuto fruttargli il Nobel se il Comitato di Stoccolma fosse stato meno conservatore, meno orientato verso le teorie liberiste, che sostengono il mito della mano invisibile del mercato basandosi su assunti barocchi come quello di una economia a un solo bene o dalla quale l'incertezza sia completamente assente. Per questa teoria possiamo fare riferimento ai saggi raccolti nel suo libro *Can "It" happen again? Essays on instability and finance*, del 1982, naturalmente il riferimento del titolo è alla Grande crisi del 1929; la profezia di Hyman è appunto che una crisi di quelle dimensioni può ripresentarsi, e in questo senso possiamo dire che aveva visto ben lontano.

Minsky descrive l'economia come un sistema di flussi di attività e passività; in questo schema d'analisi introduce la distinzione tra tre tipi di situazioni: situazioni coperte, in cui i flussi di entrata previsti più che coprono per tutti i periodi a venire gli esborsi per gli interessi e gli ammortamenti.

menti sui debiti; situazioni speculative, in cui la copertura può non verificarsi per alcuni periodi e l'agente economico sa già in partenza che sarà costretto a ricorrere al mercato finanziario per rifinanziare la propria posizione; situazioni cosiddette di *Ponzi finance* (Ponzi era un banchiere di San Francisco dell'inizio del Novecento, un po' truffaldino), in cui il debito cresce nel tempo per l'impossibilità di fare fronte agli oneri per interessi e ammortamenti, quindi siamo sicuri di dover finanziare, nella speranza che poi alla fine il prezzo dell'attività acquistata sarà tale da permettere di rimborsare sia il debito iniziale sia tutti quelli accumulati man mano nel frattempo – come avviene ad esempio quando si specula sull'aumento di prezzo di un immobile ricorrendo a sempre nuovi prestiti per pagare le rate del mutuo. All'interno di questo schema appare chiaro come per la stabilità dell'economia sia decisiva la correttezza delle valutazioni degli operatori economici sull'andamento futuro dei flussi di attività e passività, che sono ovviamente incerti. Minsky richiama al riguardo la nozione keynesiana di grado di fiducia, che è soggettiva: è l'operatore che si sente più o meno sicuro delle sue valutazioni, nel nostro caso delle sue valutazioni sull'andamento dei flussi di attività e passività, e quindi sulla solvibilità futura delle sue posizioni. Sulla base del proprio grado di fiducia, l'operatore determina i margini di sicurezza da mantenere per far fronte a cambiamenti nella situazione e assicurare la solvibilità



delle proprie posizioni, che si tratti di posizioni coperte o speculative o di tipo Ponzi. Minsky rileva che quando l'economia va bene e il clima delle opinioni migliora la quota delle operazioni speculative e Ponzi tende a crescere, rendendo più fragile la situazione finanziaria dell'economia. Inoltre in una fase di tranquillità il grado di fiducia degli operatori nelle proprie valutazioni tende a crescere e i margini di sicurezza vengono corrispondentemente ridotti. Gli stessi regolatori – sempre sotto pressione da parte degli operatori del settore – tendono a lasciare briglie sempre più sciolte al mercato. Ma se i tassi d'interesse crescono e/o l'economia inizia ad andare meno bene, le operazioni coperte possono diventare speculative e quelle speculative diventare operazioni Ponzi. Specie nel caso delle operazioni Ponzi, quando la tendenza apparentemente inarrestabile all'aumento dei prezzi delle attività si esaurisce – si pensi a quanto è accaduto nel mercato immobiliare statunitense –, il clima delle opinioni muta bruscamente e gli operatori non riescono più a finanziare le proprie posizioni scoperte, perché il mercato dei finanziatori non si fida più della loro solvibilità, e questo porta a una liquidazione delle loro attività a prezzi di saldo, quindi a un crollo ulteriore dei prezzi, all'impossibilità di ripagare i prestiti ricevuti e a una crisi che prima è finanziaria e poi immediatamente diventa crisi reale.

Nella crisi in atto, i riferimenti alla teoria di Minsky si sono moltiplicati. Si può discutere se la crisi abbia seguito esattamente il percorso indicato da tale teoria e quali elementi di novità si siano manifestati. Minsky in realtà nel suo schema teorico partiva da una crisi che si sarebbe verificata nel settore del credito alle imprese, però questo è un dettaglio rispetto alla struttura teorica che ha costruito, quel che è certo è che la teoria di Minsky fornisce elementi fondamentali per comprendere la situazione e intervenire su di essa: l'idea di una fragilità finanziaria che tende a crescere nei periodi "normali" e che esplose in crisi sempre più violente man mano che in base all'esperienza precedente gli operatori si persuadono che lo Stato interverrà a salvare la situazione; l'idea, quindi, della necessità di una regolamentazione dei mercati finanziari per impedire la crescita continua della fra-

gilità finanziaria; l'idea che la politica economica debba prestare molta attenzione non solo all'andamento del reddito e dell'inflazione ma anche ai prezzi degli asset – che invece per esempio Greenspan diceva essere irrilevanti per le decisioni o comunque che l'Autorità di politica economica non doveva controllare perché il mercato li avrebbe stimati nel modo giusto –. Negli anni precedenti la crisi questo elemento di andamento atipico dei prezzi delle attività era stato sottolineato in particolare da Charles Kindleberger, che ha utilizzato la teoria di Minsky per la sua celebre storia delle crisi.

Per comprendere la situazione in cui ci troviamo dobbiamo tenere conto anche dell'evolversi nel tempo della natura stessa del capitalismo. Al riguardo possiamo fare riferimento a un altro scritto di Minsky, pubblicato nel 1990 nella raccolta di saggi in onore di Paolo Sylos Labini, intitolato *Schumpeter e la finanza* (come è già stato ricordato, sia Minsky sia Sylos erano stati allievi di Schumpeter). In questo lavoro, e prima ancora in alcune conferenze (che ho avuto il privilegio di ascoltare) negli anni Ottanta alla International Summer School for Advanced Economic Studies di Trieste, Hyman ha sottolineato che alle fasi storiche del capitalismo commerciale, di quello finanziario e di quello manageriale è seguita, negli ultimi decenni, quella che ha battezzato la fase del capitalismo dei gestori di fondi finanziari (*money manager capitalism*). Si tratta di una fase in cui i mercati finanziari dominano l'economia reale: i *manager* finanziari, che gestiscono *stock* di ricchezza enormi comprando e vendendo continuamente attività per guadagnare su variazioni di prezzo anche minime, hanno un orizzonte temporale brevissimo. L'economia manageriale è superata in quanto i *manager* delle grandi *corporations* non possono più contare su un potere sostanziale di fronte a una platea di piccoli azionisti, ma debbono fronteggiare operatori finanziari che possono creare – o cedere o raccogliere – pacchetti azionari di dimensioni significative, sufficienti a scalare i Consigli di Amministrazione o comunque a condizionarli. Diversamente dagli imprenditori che guidano un'impresa cercando di fare profitti sulla differenza tra ricavi e costi lungo l'intero arco di vita di un impianto industriale, e soprattutto di massimizzare il loro potere di controllo nel lungo pe-

riodo, i *manager* finanziari puntano a trarre profitti dalla differenza di prezzo di un *asset* ora e domani, o tra un'ora, o tra pochi minuti. Questo rende l'economia meno efficace sul piano della crescita della produttività o in relazione a problemi di sostenibilità ecologica e sociale, data la minore attenzione che si presta ai problemi di lungo periodo, la rende inoltre più instabile di fronte ai cambiamenti del clima delle opinioni, più difficile da controllare con gli strumenti tradizionali di politica economica. Già Keynes diceva, nella *Teoria generale*, che sarebbe stata una situazione ben difficile quella in cui fosse stata la coda della finanza a muovere il cane dell'economia reale; ed è proprio quanto avviene, non occasionalmente ma sistematicamente, nel *money manager capitalism* descritto da Minsky. Un aspetto del *money manager capitalism* sottolineato da Minsky concerne le elevate retribuzioni dei *manager*, che vengono comunemente assimilate a salari mentre, egli sostiene, dovrebbero essere assimilate ai profitti: non solo per comprendere il tipo di incentivi cui queste retribuzioni danno luogo, ma anche e soprattutto per comprendere meglio l'evoluzione in atto nell'economia per quanto riguarda l'andamento della distribuzione del reddito e soprattutto l'evoluzione dei rapporti di potere e della stratificazione della struttura sociale.

Vi sono molti altri elementi utili nella teoria di Minsky sui quali ora non mi è possibile soffermarmi, come ad esem-



pio l'importanza attribuita alla distribuzione del reddito, in particolare all'andamento dei profitti e quindi agli elementi che li determinano. Per quest'aspetto Minsky richiama Kallecki, di cui invece critica la teoria monetaria troppo rudimentale. Se teniamo conto di questi elementi, possiamo vedere che quella di Minsky non è una teoria della finanza, ma una concezione generale del funzionamento dell'economia, che include aspetti finanziari e reali nel gioco delle loro interrelazioni. Inoltre possiamo sottolineare che la teoria di Minsky è articolata in modo non rigido, secondo il metodo delle catene causali brevi che Keynes riteneva il più adatto per un mondo in cui a ogni nesso di causa ed effetto non possiamo attribuire il carattere di necessità assoluta. Di qui la mia convinzione, discussa a lungo con Hyman, che si potesse trovare un ponte tra Keynes e Sraffa – o, più precisamente, tra il Keynes come lo interpretava lui e lo Sraffa come lo interpretavo io, certo non tra il Keynes racchiuso nel breve periodo di Marshall o meglio di Richard Kahn o esteso al lungo periodo alla maniera della scuola di Cambridge di Kaldor, Joan Robinson o Pasinetti e non lo Sraffa interpretato alla Garegnani come analisi delle posizioni di lungo periodo –. Su questo tema abbiamo discusso parecchio durante le successive riunioni della scuola estiva di Trieste, organizzata da Parrinello con Garegnani e Kregel per raccogliere assieme i rappresentanti dei vari filoni di ricerca non neoclassici. Con Hyman avevamo anche pensato alla possibilità di scrivere un Manifesto keynesian-sraffiano sulle linee che ho appena accennato, ma purtroppo poi non se ne è fatto nulla. I temi aperti riguardavano, per quanto posso ricostruire ora, non la teoria dei mercati finanziari o la teoria del valore, cioè i due pilastri della concezione keynesiana-minskyana e della concezione di Sraffa, ma la teoria del *pricing* e della distribuzione del reddito, a partire dal ruolo della nozione di saggio uniforme del profitto, al quale Hyman obiettava, e dalla nozione di nessi macro non soltanto *ex-post* ma anche *ex-ante* tra investimenti, profitti, saldo del bilancio pubblico e della bilancia dei pagamenti, che a me sembrava e sembra difficile da sostenere.

Quali insegnamenti possiamo trarre dalla teoria di Minsky per la situazione di oggi? L'insegnamento principale, credo, è che i problemi che abbiamo di fronte non riguardano

semplicemente qualche errore nella conduzione della politica economica e la necessità di qualche modifica regolamentare relativamente modesta nel settore delle attività finanziarie. La crisi che abbiamo di fronte non è una semplice crisi da scoppio di una bolla immobiliare, seguita da una seconda crisi dei debiti sovrani e aperta al rischio di successive crisi che potrebbero riguardare le carte di credito o qualche mercato dei derivati e quindi qualche grande banca internazionale. La crisi che abbiamo di fronte ha caratteristiche di base comuni, pur assumendo connotati diversi nelle sue fasi successive: riguarda innanzitutto la fragilità dell'economia finanziarizzata, o come diceva Hyman la fragilità del *money manager capitalism*. I rimedi dobbiamo trovarli in questo contesto, in riforme istituzionali che ridimensionino il ruolo della finanza a quello di una coda che non sia in grado di far ballare il cane dell'insieme delle attività reali. Non si tratta, certo non solo, di far aumentare la capitalizzazione delle banche sulla base di valutazioni dei rischi condotte utilizzando modelli sofisticati ma con fondamenta assai dubbie, come è nella tradizione delle regole di Basilea. Si tratta piuttosto di riportare sotto controllo tutti i settori della finanza, limitandone le dimensioni e il potere di ricatto insito nel *too big to fail*. Varie misure utili a muoversi in questa direzione sono già in discussione, come la Tobin tax sulle transazioni finanziarie, limiti alle dimensioni delle istituzioni finanziarie per assicurare che un loro eventuale fallimento non crei problemi sistemici, vincoli ai tipi di operazioni permesse alle istituzioni finanziarie che raccolgono depositi dal pubblico, limiti drastici alla leva finanziaria per tutti gli operatori finanziari. Rinvio al riguardo a un recente lavoro di Elisabetta Montanaro e Mario Tonveronachi, presentato due giorni fa a un convegno organizzato dalla Ford Foundation. Queste misure vanno realizzate in tempi rapidi, se non vogliamo essere travolti da una successione di emergenze.

Hyman, come Sylos Labini, considerava come un impegno civile l'attività di ricerca nel campo dell'economia: un'attività di ricerca che va quindi condotta in modo aperto, tramite la discussione e il confronto, e non cercando di imporre la propria posizione sulle altre tramite la forza del potere politico, come invece purtroppo sta accadendo in questo periodo tramite meccanismi di valuta-

zione della ricerca decisamente non neutrali tra i diversi orientamenti e le diverse aree della ricerca economica. Grazie

Pia Locatelli

Grazie Alessandro per la bella e completa relazione. Ora passo la parola al professor Pierluigi Ciocca. La maggior parte dei presenti sono economisti o attori di questo mondo, ma c'è anche qualcuno che non lo è, quindi presento brevemente i relatori. Il professor Ciocca è un economista e uno storico dell'economia, ha svolto la maggior parte della sua carriera professionale e di studioso nella Banca d'Italia, di cui è stato vicedirettore generale per più di dieci anni, è membro dell'Accademia dei Lincei e dirige la *Rivista di storia economica* e la rivista online *ApertaContrada*. Grazie

Pierluigi Ciocca

Rivista di Storia economica

Buonasera e molti ringraziamenti alla Fondazione Zaninoni e ad Economia Civile, così interessanti.

Il mio ricordo di Hyman Minsky è nutrito di insegnamenti ricevuti dallo studioso e di manifestazioni di simpatia dispensate dall'amico, sin dalla vacanza con le nostre famiglie nel luglio del 1979 nella verde Val Pusteria che poco fa insieme con Esther ricordavamo.

Anche in luoghi meno ameni – la Banca d'Italia, dove lavoravo, o convegni accademici – il tema delle conversazioni con lui era ovviamente l'instabilità del capitalismo moderno, della "Wall Street Economy". Quanto sono arrivato a pensare della instabilità come ex-banchiere centrale deve non poco – anche se non tutto – al contributo da economista critico di Hyman. Un banchiere centrale, io credo, anche suo malgrado, non può essere *mainstream*. Altrimenti, farebbe un altro mestiere. Non può compiere l'atto di fede che i mercati siano efficienti e il sistema stabile sui tre fronti della produzione, dei prezzi, della finanza. La ragion d'essere della banca centrale è conte-



nere l'instabilità, quantomeno limitare i guasti che l'instabilità provoca. Il banchiere centrale ha il dovere di non escludere mai che “possa accadere di nuovo”. Sulla scia di Minsky, proverò a dire perché, in che senso, ed entro quali limiti si può agire.

Il capitalismo è economicamente instabile. Questa sua caratteristica io temo sia inestirpabile. La ragione è stata chiarita – almeno per me – da Keynes. Cito dalla *General Theory*: “L'efficienza marginale del capitale dipende dalle aspettative correnti sul rendimento futuro dei beni capitali. Ma la base di tali aspettative è molto precaria. Esse sono passibili di mutamenti improvvisi e violenti. L'efficienza marginale del capitale è determinata dalla psicologia incontrollabile, riottosa, del mondo degli affari in una economia di capitalismo individualistico”¹. In una economia tanto anarchica l'instabilità ha un doppio volto, “reale” e finanziario. Cito ancora da Keynes: “Il volume degli investimenti è influenzato da rischi di due tipi. Il primo è il rischio dell'imprenditore, o del debitore, e deriva dai dubbi che sorgono nella sua mente riguardo alla probabilità di realizzare davvero il rendimento che spera di ottenere. Se si investe soltanto il danaro proprio, questo è l'unico rischio che conta. Ma allorché esiste un sistema di debito e credito diviene rilevante un secondo tipo di rischio, che possiamo dire rischio del creditore”². Dopo Keynes, l'alta teoria delle fluttuazioni economiche – da Samuelson a Hicks, a Goodwin, per non dire di

Schumpeter – è stata essenzialmente “reale”. Si è incentrata su risparmio/investimento in termini reali, in modelli dinamici senza moneta. Sir Roy Harrod ha mostrato che il sistema non ha stabilizzatori endogeni, automatici: se il tasso di crescita effettivo è inferiore a quello “giustificato” il risparmio eccede l’investimento e la deflazione dei prezzi o l’accumularsi delle scorte limitano ulteriormente l’investimento, perpetuano lo squilibrio in una spirale recessiva³. L’idea che normalizzare la finanza, regolandola, renda il capitalismo stabile è ovviamente respinta dai moderni teorici del *real business cycle*. Ad esempio Patrick Minford lo fa in modo esplicito sulla base del più recente modello econometrico dell’Inghilterra da lui proposto⁴. In questi modelli, al fondo schumpeteriani, la finanza segue e amplifica la crisi da *shock* non stazionari di natura reale, essenzialmente dovuti alle grandi innovazioni di prodotto e alle onde di produttività. Quindi le due fazioni convergono sull’idea della natura in primo luogo intrinsecamente reale della inestirpabile instabilità del capitalismo.

Minsky ha preso le mosse da Keynes per sviluppare sia la determinante “reale” sia, e soprattutto, la determinante “finanziaria” della instabilità. A suo parere Keynes non aveva approfondito quest’ultima: “Keynes non è entrato nel dettaglio dei modi in cui la finanza ha influito sul funzionamento del sistema. Non ha mai specificato un modello – o proposto una spiegazione – su come evolve la struttura delle passività di imprese, banche, altre istituzioni finanziarie”⁵. Le passività, i debiti, il passato pesano sul presente. L’altro gigante su cui Minsky ha costruito la sua teoria è Irving Fisher⁶. I debiti accumulati nel passato diventano troppi, strangolano l’economia, quando il tasso reale d’interesse è esaltato da una deflazione dei prezzi superiore alle attese. Nondimeno, a parere di Minsky, “anche Fisher ha mancato di offrirci una spiegazione, o una teoria, della crisi”; la sua era una – illuminante – “descrizione di ciò che accade dopo lo scoppio della crisi”⁷.

Al pari della eziologia, la manifestazione dell’instabilità del capitalismo può essere duplice: reale e finanziaria. Sia nelle determinanti sia nelle forme fenomeniche, crisi solo reali, crisi solo finanziarie, crisi reali e insieme finanziarie hanno punteggiato i due secoli seguiti alla Rivoluzione industriale inglese⁸. Le crisi reali e insieme finanzia-

rie sono state le più frequenti perché la finanza, anche quando non le crea, aggrava le crisi. Nel secolo scorso, la crisi internazionale, e italiana, degli anni Settanta fu essenzialmente reale. La crisi internazionale, e italiana, degli anni Trenta fu a un tempo reale e finanziaria. La crisi internazionale, e italiana, del 1907 fu essenzialmente finanziaria. Essenzialmente finanziarie furono anche le crisi del 1987 (Wall Street), 1995 (Messico), 1998 (Ltcn). Vennero limitate alla sfera finanziaria dalla politica internazionalmente coordinata della Federal Reserve di Alan Greenspan. L'accertamento del peso relativo delle due dimensioni della instabilità – la reale e la finanziaria – è tuttavia di rado agevole.

L'ultima crisi, del 2008-2009, è più spesso riguardata come finanziaria nelle cause, ancorché reale e finanziaria nelle manifestazioni. Gli stessi sostenitori della matrice puramente finanziaria della crisi hanno peraltro opinioni divergenti sulle sue specifiche cause. Negli Stati Uniti le determinanti sono state identificate invocando, e in varia guisa combinando, fattori inclusi in una forse troppo lunga lista: carenza e asimmetria di informazioni; titoli potenzialmente "tossici"; passaggio negli affari bancari da *originate to hold* a *originate to distribute*; passaggio nella valutazione dei bilanci societari dal costo storico al *fair value*; comportamenti illegali e immorali da parte di finanzieri distorti dalle *stock options*; *deregulation* in particolare della separazione fra attività commerciale e attività d'investimento delle banche e dei limiti posti all'indebitamento dei grandi *broker-dealers*; regolatori incapaci o corrivi; banche troppo grandi per fallire e quindi loro consapevole *moral hazard*; garanzie statali implicite attribuite a istituzioni inefficienti, come Fannie Mae e Freddie Mac; diffondersi nei Paesi anglosassoni della cultura neoclassica dei mercati finanziari perfetti⁹. Lo stesso accertamento dei fatti – e non è irrilevante sottolinearlo – di questa crisi resta, a distanza ormai di qualche anno, incerto e credo che se ne continuerà a discutere per decenni. Lo è in particolare riguardo al momento d'inizio della crisi, alla scintilla che l'ha innescata, alle sue sequenze temporali, ai suoi effetti distributivi, alle decisioni delle autorità e degli operatori coinvolti. Gli storici economici ne discuteranno per decenni, come è avvenuto per la crisi, peraltro ben più grave, del 1929.

Personalmente, suggerirei di non escludere che anche in questa crisi siano state molto influenti – non oso dire decisive perché non ho elementi in tal senso – le determinanti reali. Nelle sedi e nei fori della cooperazione internazionale – come il Financial Stability Forum – prima dello scoppio della bolla immobiliare degli Stati Uniti nel 2006 e prima del crac Lehman del 2008, la Banca d'Italia aveva per anni insistito sui fattori reali di instabilità: gli eccessi di investimento nell'edilizia in diversi Paesi; le sperequazioni distributive, in particolare nelle economie anglosassoni; i bassi salari dei lavoratori americani rispetto ai loro debiti ipotecari; i disavanzi di parte corrente della bilancia dei pagamenti degli Usa e i copiosissimi afflussi netti di fondi dall'estero; il contrasto – ed è forse il punto sul quale bisognerebbe riflettere un po' più attentamente – fra la fortissima dinamica della produttività negli anni Novanta e oltre in particolare da Ict, questa tecnologia dell'informazione e della comunicazione, e l'offerta sempre rigida di fonti d'energia e di altri prodotti primari.

Ci sono tre paradossi nella interpretazione finanziaria della crisi americana: prima del 2007 i rischi dei famigerati Cdo erano stati segnalati da rendimenti ben più elevati di quelli offerti dalle normali obbligazioni private di eguale *rating*; inoltre, le azioni e le opzioni detenute nelle società da loro stessi amministrate tendono a rendere i *manager* più prudenti, anziché meno prudenti; infine, il *leverage* di Lehman, Merrill Lynch, Bear Stearns e Goldman Sachs – non di Morgan Stanley – era più alto nel 1998 che prima del 2007¹⁰. Quindi: c'è molto da analizzare, da discutere, molto su cui riflettere. Un ulteriore paradosso della interpretazione meramente finanziaria di questa crisi è che almeno due Paesi importanti, Giappone e Italia, hanno subito la contrazione produttiva più grave, con una caduta del prodotto interno lordo nel biennio 2008-2009 prossima al 7%, senza vivere difficoltà da parte di banche e nel settore della finanza, quanto meno difficoltà paragonabili a quelle sperimentate in altre economie occidentali. In entrambi i casi il Pil è crollato per le risalenti debolezze d'ordine reale dell'economia, non a causa della finanza.

Hyman a mio avviso aveva pienamente ragione nell'avvertire che la finanza “fragile” (su cui non mi dilungo per-

ché Alessandro l'ha descritta molto bene) è assimilabile a una sorta di santabarbara che attende solo l'accensione della miccia per esplodere. Prendiamo solo il punto analitico di fondo di Minsky: questo accumulo dell'esplosivo egli lo riconduceva al legame stretto fra l'espansione ciclica e l'indebolimento della struttura finanziaria: "Il procedere del *boom* vede mutare le passività finanziarie su tre piani. Le imprese si finanziano sempre più con debiti, le famiglie e le imprese riducono le disponibilità di moneta e di altre attività liquide in rapporto ai loro debiti, le "banche" espandono i prestiti a spese dei titoli che detengono, in particolare dei titoli di Stato"¹¹. Discende da ciò l'indicazione di prevenire debiti eccessivi, privati e statali, e una finanza "eccessivamente" fragile – perché fragile è sempre, non può non esserlo. Ed è qui che occorrono sì regolamentazione e supervisione. La miscela costituita da una finanza fragile è poi fatta esplodere da una cattiva notizia, qualsivoglia, che giunga sulla scia di una sequela di buone notizie, ovvero dalle scommesse perse in un sistema economico la cui essenza è nell'alimentarsi di grandi scommesse sulla base della limitata informazione disponibile. Dobbiamo a Kindleberger la disamina storica delle scommesse andate male che, innestate nel modello di Minsky, hanno innescato le crisi *finanziarie* più gravi¹².

Non è vero che prima del 2008 su scala mondiale – al di là di Paesi singoli – vi sia stata generalizzata *deregulation* della finanza se si considera, come si deve, oltre al mondo nel suo insieme, l'insieme di banche e mercati finanziari, non limitandosi agli intermediari bancari. A differenza degli intermediari, in particolare, i mercati finanziari sono stati quasi ovunque negli ultimi lustri più intensamente regolamentati. Piuttosto, negli anni precedenti il 2008, di diritto o di fatto, è stata ridimensionata la discrezionalità delle banche centrali e degli altri organismi a cui la supervisione è demandata. A mio avviso si è trattato di un errore. Perché la fragilità finanziaria – come Hyman Minsky contribuisce a insegnare – assume forme sempre diverse, forme nuove. Per loro natura le regole sono condannate a inseguire l'innovazione finanziaria. Al tempo stesso non devono sopprimerla, perché è parte del *modus operandi* del sistema. Le regole possono limitare la propensione al

rischio delle banche, ma non fino al punto di impedirla. Possono limitare il credito accordato attraverso i canali noti, ma esisterà sempre un sistema creditizio “ombra”.

Possono accrescere l’informazione finanziaria dei risparmiatori/contribuenti, ma l’informazione e la capacità di usarla non saranno mai sufficienti. Un esercizio controfattuale che chi nutre esclusiva, a mio avviso eccessiva, fiducia nelle regole deve ancora effettuare è il seguente: quali, specifiche regole avrebbero prevenuto l’instabilità finanziaria del 2008-2009? La supervisione, se è attrezzata, può invece intervenire – più sugli intermediari, che sui mercati – con minori ritardi e con maggiore gradualità rispetto alle regole. Per questo alla supervisione va riconosciuta discrezionalità. Con Hyman ne discutevamo e, forse per cortesia, tendeva a darmi ragione dicendo che la dimensione e la discrezionalità amministrativa dei supervisori è molto importante. Minsky credeva più nella discrezionalità che nelle regole, in politica monetaria come nella vigilanza. Ma la discrezionalità è sgradita agli operatori della finanza ed è riguardata con sospetto dagli ordinamenti giuridici, che temono l’arbitrario eccesso di potere dei supervisori. In Italia abbiamo avuto stabilità finanziaria da quando la vigilanza, dopo il 1936, è stata rafforzata e affidata alla discrezionalità amministrativa della Banca d’Italia. Fino ad allora il sistema finanziario italiano era stato tra i più instabili, finanche nel confronto con quello, storicamente molto instabile, degli Stati Uniti. Alla efficacia della supervisione della Banca d’Italia – nonostante le improvvise modifiche introdotte con la cosiddetta legge sul risparmio del 2005 – si deve in buona misura anche la relativa solidità mostrata dalle banche italiane nell’ultima crisi, che tuttavia non è risolta.

Prevedere se, quando, come avverrà una crisi finanziaria è arduo, data la natura del fenomeno. È arduo, quindi, prevenirla. Estirpare l’instabilità dalle economie di mercato capitalistiche, eliminare strutturalmente le crisi, è impossibile. Regole e supervisione possono essere rese più efficaci, lungo linee che lo stesso Minsky ha indicato. Dopo la crisi 2008-2009 nuove regole per la finanza, non particolarmente severe, sono state configurate, negli Stati Uniti (Dodd-Frank Act)¹³, nel Regno Unito (sulla base del rapporto Vickers)¹⁴, nell’Unione Europea. Ma quella che

Keynes chiamava anarchica spinta speculativa del capitalismo e l'endogeneità della dimensione monetaria e finanziaria del sistema io temo non consentiranno mai il raggiungimento di una "fragilità zero" della finanza. E anche qualora ciò avvenisse resterebbe la matrice ultima della instabilità: quella reale, che la finanza non sempre provoca, più spesso esalta. Quindi, fatto ogni sforzo per contenere le crisi finanziarie, alla politica economica non resta che cercare di lenire le conseguenze delle crisi, reali e/o finanziarie, che temo avranno inevitabilmente luogo.

A mio parere le leve rimangono le due ben note: sostegno alla finanza, con il credito di ultima istanza; sostegno all'economia, con lo stimolo della domanda globale. Vanno, tuttavia, entrambe affinate e usate con saggezza.

La prima leva, concepita dal banchiere inglese Henry Thornton nel 1802, è stata codificata nei canoni da Bagehot – che Keynes definiva giustamente un *brilliant amateur*, un dilettante intelligente – nel 1873. In seguito si è evoluta in politica monetaria. Il canone essenziale è, oggi ancor più di ieri – facile a dirsi, difficile a farsi –, che il finanziamento diretto della banca centrale alle banche in difficoltà non generi irresponsabilità presso i banchieri. Ciò è possibile – io credo e lo pongo a voi come discussione – solamente se, oltre a non essere automatico e costoso, il credito di ultima istanza viene gestito con massima discrezionalità. È soprattutto al fine di distinguere illiquidità da insolvenza e valutare i rischi di contagio, di effetto domino – operazione difficilissima – che alla banca centrale vanno affidati ampi poteri di intervento, almeno sugli intermediari se non sui mercati. Nondimeno, è inopportuno estendere l'impegno della banca centrale dalla stabilizzazione dei prezzi dei beni di consumo alla stabilizzazione dei prezzi delle attività finanziarie e reali, con l'improbabile finalità di prevenire gli eccessi di borsa.

La seconda leva è naturalmente quella concepita da Keynes nel 1936: una politica monetaria e fiscale espansiva. In una recessione profonda, tuttavia, il pessimismo delle aspettative fa sì che la politica monetaria incontri dei limiti: l'uno nella elevata elasticità della domanda di moneta al tasso d'interesse e l'altro nella bassa elasticità degli investimenti al minor costo e alla più larga disponibilità del credito. La politica fiscale deve quindi potersi spingere,

se necessario, sino a quella che Keynes chiamava “socializzazione” degli investimenti – con questa parola che può spaventare. Il punto empirico è che la variazione degli investimenti pubblici ha un effetto sulla domanda globale di circa tre volte superiore a quello determinato dalla variazione delle spese correnti. A seconda della sua composizione anche un bilancio in equilibrio può avere un effetto espansivo molto forte. Quindi minori spese correnti che assicurino il pareggio di bilancio, detassazione, in particolare per le economie sovratassate, e soprattutto aumento della spesa per investimenti. Tenuto conto dell’impatto unitario restrittivo – illustrato da Haavelmo¹⁵ – nel caso di un bilancio in equilibrio che diminuisca di dimensione, ha effetti espansivi potenzialmente rilevanti un bilancio più piccolo e in pareggio in cui tuttavia alle minori spese correnti si uniscano la detassazione e soprattutto l’aumento della spesa per investimenti.

Quindi, se questi ragionamenti empirici hanno un valore, una dilatazione indiscriminata di bilanci in disavanzo può avere effetti antirecessivi molto modesti e temporanei. Generando debito pubblico, può porre le premesse di nuovi fenomeni di instabilità. È quanto sembra stia avvenendo in Europa e un po’ anche in Italia. L’instabilità assume forme *prima facie* finanziarie: premi al rischio elevati sul debito sovrano, difficoltà nel collocamento dei titoli pubblici, caduta dei loro corsi, perdite patrimoniali delle banche che li detengono. Le tensioni finanziarie hanno a propria volta ricadute negative su consumi e investimenti privati e comprimono l’attività produttiva. Ma la radice della crisi resta al fondo “reale” nell’Italia e nell’Europa attuali. Resterebbe tale anche se la Banca centrale europea, un po’ contravvenendo al suo statuto, comprasse tutti i titoli pubblici che il mercato non assorbe. Un classico della teoria della politica monetaria¹⁶, che studiavamo da ragazzi, è William Poole: la stabilizzazione del tasso d’interesse si giustifica solo di fronte a *shock* di natura monetaria. Molto più complesso è il governo della moneta allorché gli squilibri hanno anche, forse prevalentemente, una radice reale.

Le mie ultime quattro parole sono sull’Italia. Se Hyman fosse qui discuterei con lui questa proposizione: in Italia la radice della crisi, che è anche fortemente finanziaria,

almeno potenzialmente, risiede nella improduttività delle imprese italiane, segnatamente manifatturiere; risiede nella profondità della recessione (con il Pil nel 2012 in caduta del 3%, sette punti al disotto del livello del 2007), dalla quale sembra quasi che non si cerchi di uscire; risiede nella incapacità di chi risponde del pubblico bilancio di modificarne la composizione assicurandone l'equilibrio nei modi a cui ho alluso, che favorirebbero la ripresa dell'economia e un suo credibile attestarsi su un sentiero di crescita di lungo periodo. Una composizione diversa del bilancio pubblico, forse non domattina, dovrebbe favorire la fuoriuscita. Grazie

note a cura del relatore:

1 J. M. Keynes, *The General Theory of Employment Interest and Money*, Macmillan, London 1936, p. 315 e p. 317

2 *Ibidem*, p. 144

3 Cfr., da ultimo, R. Harrod, *Economic Dynamics*, Macmillan, London 1973

4 D. Meenagh e P. Minford, *Non Stationary Shocks, Crises and Policy*, in "Rivista Italiana degli Economisti", 2012, pp. 191-224

5 H. P. Minsky, *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York 1975, p. 106

6 I. Fisher, *Booms and Depression: Some First Principles*, Adelphi, New York 1932 e *The Debt Deflation Theory of Great Depressions*, in "Econometrica", 1933, pp. 337-357

7 Minsky, op. cit., p. 64

8 Una sintetica "mappa" delle crisi nella storia del capitalismo industriale imperniata su tale triplice distinzione è in P. Ciocca, *Crisi, economica e finanziaria*, in *Enciclopedia delle Scienze Sociali*, Vol. II, Istituto dell'Enciclopedia Italiana, Roma 1992 (ristampato in Id. *Il tempo dell'economia. Strutture, fatti, interpreti del Novecento*, Bollati Boringhieri, Torino 2004). Limitato alle crisi finanziarie, ma abbastanza confusamente e con varie imprecisioni esteso a quelle monetarie e valutarie e soprattutto a economie per loro natura totalmente diverse dal capitalismo post-rivoluzione industriale, è C.M. Reinhart e K. S. Rogoff, *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton 2009

9 Per una sintetica rassegna cfr. A.W. Lo, *Reading About the Financial Crisis: A Twenty-One-Book Review*, in *Journal of Economic Literature*, 2012, pp.151-178

10 Lo, op. cit. e A.W. Lo e M.T. Mueller, *Warning: Physics Envy May Be Hazardous to Your Wealth!*, in "Journal of Investment Management", 2010, pp.13-63

11 Minsky, op. cit., p. 123

12 C.P. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, Macmillan, London 1978. La versione dello schema di Minsky a cui Kindleberger si è soprattutto riferito è H.P. Minsky, *Financial*

Stability Revisited: The Economics of Disaster, in Board of Governors of the Federal Reserve System, *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Washington, D.C., June 1972

13 Sulla complessità, e sui limiti, della legge Dodd-Frank cfr. D. Skeel, *Making Sense of the New Financial Deal*, ILE, Research Paper No. 11-21, Philadelphia, 2011

14 Una sintesi è in A. de Petris e L. Esposito, *Il nuovo approccio alla regolamentazione bancaria nel Regno Unito: che cosa indica sul futuro della vigilanza*, in "Bancaria", 2012, pp. 92-102

15 T. Haavelmo, *Multiplier Effects of a Balanced Budget*, in "Econometrica", 1945, pp.311-318

16 W. Poole, *Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macromodel*, in "Quarterly Journal of Economics", May 1970

Pia Locatelli

Grazie per questa bella lezione di economia, e anche un po' di storia economica. Di fatto sarebbe molto interessante avere qui con noi qualche Ministro, ma non hanno accolto l'invito.

Ora passo la parola al professor Jan Kregel, che ha un *curriculum* lunghissimo e quindi lo sintetizzo e cito solo i ruoli attuali. Il professor Kregel è *senior scholar* e direttore del programma di Politica monetaria e Struttura finanziaria del Levy Economics Institute del Bard College, un istituto fondato da Hyman Minsky quando è andato in pensione dalla Washington University. È un *distinguished research professor* del Centro di Pieno Impiego e Stabilità dei Prezzi dell'Università del Missouri a Kansas City, professore di Finanze dello Sviluppo all'Università della Tecnologia di Tallinn. Ha collaborato con le Nazioni Unite ed è stato *rappporteur* della Commissione per le Riforme del Sistema monetario e finanziario internazionale. Da alcuni mesi è membro dell'Accademia dei Lincei. Jan a te il microfono.

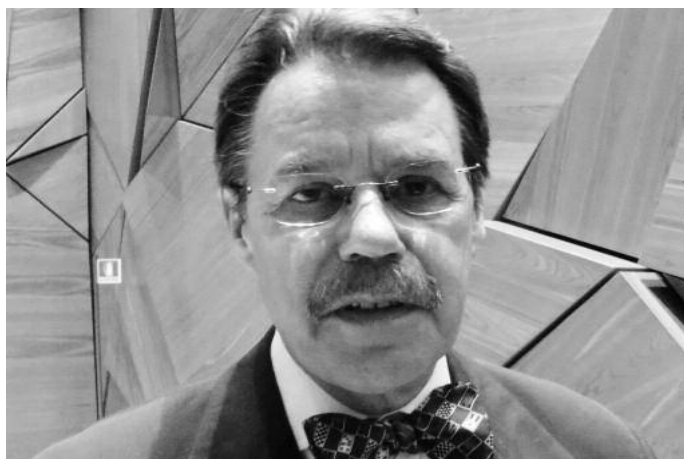
Jan Kregel *

Levy Economics Institute of Bard College, New York

Grazie Pia. Sino ad ora abbiamo sentito interventi "tecnici" sulla teoria, io vorrei soffermarmi su altri aspetti del-

* trascrizione a cura della redazione non rivista dal relatore

l'uomo Minsky, anche perché probabilmente tra i presenti sono la persona che lo ha conosciuto più a lungo, avendolo incontrato negli anni Settanta. La cosa più interessante di Minsky, e credo una delle ragioni per cui non è stato veramente accettato dentro la cittadella degli accademici, è che era un uomo multi-dimensionale, possiamo dire che era un intellettuale in senso europeo. Ricordo molto bene quando da giovane, camminando con lui sulla 57.^a strada a New York, non parlavamo della teoria della fragilità finanziaria ma andavamo per negozi d'arte, e lui poteva raccontare le storie di tutti gli artisti le cui opere erano in vendita. Lo stesso valeva per la letteratura, lo stesso per la politica e per la storia. Non era solamente un economista, Hy aveva una visione globale delle relazioni della società, delle relazioni dell'economia, delle relazioni monetarie. E questo è un aspetto che credo sia stato perso nella discussione più recente del ruolo di Minsky come qualcuno che aveva previsto la cosiddetta crisi finanziaria del 2007-2008. Si parla del "momento Minsky", come se lui l'avesse prevista. No, lui non ha previsto il crollo del sistema finanziario, la sua teoria non permetteva di prevedere, per lui era inevitabile. Diceva che non c'era alcun dubbio che il sistema sarebbe crollato, ma la cosa importante non è prevedere quando, ma perché e che cosa si poteva fare per evitare che l'impatto del crollo – come diceva Ciocca – passi dal sistema finanziario al sistema reale creando una nuova grande depresso-



ne come negli anni Trenta. Questa è l'idea del suo primo libro *Can "It" happen again?*, dove parlava della possibilità che una crisi finanziaria provocasse questo impatto negativo totale sul sistema reale facendo crollare gli investimenti, facendo crollare l'impiego, facendo crollare il reddito, in modo tale da rendere necessario un periodo lungo di recupero. Questo è un altro punto che mette in evidenza il fatto che lui non aveva una teoria data del comportamento del sistema finanziario.

Se facciamo riferimento al libro *Can "It" happen again?*, che è una collezione di scritti centrati sul comportamento del sistema, soprattutto americano, negli anni Sessanta e Settanta, il suo ragionamento era più o meno che un grande crollo, un'altra grande depressione non sono inevitabili, perché esistono nella politica fattori che possono evitare che una crisi finanziaria, quella sì inevitabile, abbia effetto sul sistema reale. Questo è dovuto a due fattori. Il primo è il cosiddetto *big government*; ossia un governo che ha un livello di spesa sul totale del reddito nazionale – non stiamo parlando di disavanzo, semplicemente di rapporto tra spese di governo e reddito totale – tale da porre un limite alla riduzione del reddito possibile nel sistema. Il secondo è la cosiddetta *big bank*; Hy in realtà non aveva mai parlato di *big bank* – sembra che sia stato io a inventare questo termine – ma della capacità della banca centrale di intervenire per arginare il crollo del sistema finanziario in modo tale che l'impatto non passasse sul settore reale. Perciò, dice Hy, con questi due fattori messi insieme possiamo essere più o meno tranquilli, pur nell'inevitabilità di queste crisi. E queste crisi si sono prodotte negli anni Sessanta, Settanta, Ottanta, ma non hanno mai creato questo grande impatto sul sistema.

Negli anni Ottanta e all'inizio degli anni Novanta Hy ha cominciato a modificare il suo pensiero, o meglio l'applicazione della sua teoria, in quanto diceva che erano in atto in quel momento cambiamenti che creavano elementi nuovi tali da mettere in dubbio la possibilità di queste politiche di porre un limite alle ripercussioni della crisi finanziaria sull'economia reale. Leggo un passo, che è stato citato da Annalisa Cristini al convegno di Bergamo, che mi pare molto molto utile per capire il modo nel

quale il pensiero di Hy era flessibile, si adattava ai cambiamenti nel sistema finanziario. “*Global financial integration is likely to characterize the next era of expansive capitalism. The problem of finance that will emerge is whether the financial and fiscal control and support institutions of national governments can contain both the consequences of global financial fragility and an international debt deflation*”¹. È un testo del '95 dove diceva che è sicuro che ci sarà un crollo del sistema globale della finanza, il problema è sapere se sono possibili politiche per far fronte a possibili crisi. Il problema sta nella possibilità dei governi nazionali, con le loro politiche, di fare fronte a crisi globali. Ciò che abbiamo visto recentemente accadere in Europa è che siamo di fronte a una crisi europea mentre le politiche sono nazionali: si fatica a trovare un accordo fra le varie posizioni politiche nazionali per fare fronte a una crisi che è europea. La conclusione di Hyman: “ancora una volta il passato non è una buona guida per il futuro”. Non dobbiamo guardare indietro alla Grande depressione, non dobbiamo guardare indietro agli anni Sessanta e Settanta, perché questa è una situazione completamente nuova e abbiamo bisogno di politiche completamente nuove.

Evidentemente queste politiche proprio non esistono e non si è stati capaci di crearle nemmeno al G20, o al G33. Perché? perché coloro che analizzano queste crisi le guardano come se fossero crisi degli anni Trenta. Prendiamo il governatore della Federal Reserve degli Stati Uniti, che chiede che si abbia fiducia in lui, perché ha imparato da Milton Friedman l'errore della Fed negli anni Trenta, che fu quello di non aver creato moneta in quantità sufficiente per far fronte alle crisi, e quindi lui fa il *quantitative easing*, il *quantitative easing 2*, il *quantitative easing 3*, il *twist* sui tassi d'interesse, immettendo una quantità di moneta da grande potenza per evitare la crisi. Oggi siamo nel 2012, la crisi è arrivata nel 2008: cinque anni durante i quali la Federal Reserve ha gonfiato il suo bilancio e quello di tutte le imprese

¹ L'integrazione finanziaria globale caratterizzerà, probabilmente, la prossima era di capitalismo espansivo. Il problema per la finanza dipenderà dalla capacità delle istituzioni di controllo e supporto fiscale e finanziario dei governi nazionali di contenere le conseguenze della fragilità finanziaria globale e della deflazione debitoria internazionale

finanziarie, e negli Stati Uniti il tasso di crescita è sempre intorno all'1-1,5%, il tasso di disoccupazione all'8% – e se aggiustiamo il tasso aggiungendo la percentuale di chi ha deciso di non fare più parte della forza lavoro o non trova un posto a tempo pieno siamo a un livello di disoccupazione al 20%. Non siamo ancora al livello del 2007 di cui parlava Ciocca, ma vi stiamo quasi ritornando, siamo in pieno ristagno, perché non abbiamo più quelle politiche che Hy considerava necessarie per fare fronte a questa crisi.

È in questo senso che Hy aveva previsto la crisi, e diceva: arriverà la crisi finanziaria e non vedo le politiche che sono necessarie per limitare l'impatto della crisi sul sistema reale; di sicuro impatterà sul sistema reale e continuiamo a non fare nulla per far fronte a questi problemi.

Come ho detto, Hy non era solamente multi-dimensionale, il suo pensiero era molto flessibile, era uno che studiava il sistema finanziario. Ricordo bene quando stava nel suo ufficio al Levy Institute dove ho lavorato con lui: era quasi sempre al telefono con qualche banchiere centrale o qualche professionista o qualche gestore di fondi pensione o altro per sapere che cosa si stava pensando nel mercato. Ora invece sentiamo i grandi *manager* delle banche americane dire a proposito di *sub-prime* che non sapevano che la loro banca faceva queste operazioni; Hy l'avrebbe saputo subito, perché ha sempre parlato con chi faceva queste operazioni e avrebbe fatto subito le previsioni del loro impatto.



Altro punto che viene da questa idea di Hy come un pensatore globale. La crisi ha concentrato tutta l'attenzione sul cosiddetto *Minsky moment*, che è semplicemente la crisi di un sistema Ponzi. Ma non è un grande contributo predire che un sistema Ponzi alla fine deve crollare, diciamo che questa è una certezza matematica, una certezza sociale, non può che crollare. E allora il *Minsky moment* è probabilmente la cosa meno importante del suo contributo. Il contributo di Hy, l'abbiamo detto, riguarda il tema della fragilità finanziaria, che è importante ma è solamente un punto di una teoria o di un approccio complessivo al comportamento dell'economia. Se guardiamo la sua carriera, Minsky ha iniziato scrivendo come consulente per la Federal Reserve, e non era un economista *mainstream*, ma negli anni Cinquanta e Sessanta era considerato degno di tale consulenza e faceva parte della "Commission on Money and Credit", istituita per risolvere il famoso problema della relazione fra la Federal Reserve e il Tesoro americano. Questo suo lavoro è tutto sulla regolamentazione dei sistemi finanziari.

Si è parlato di Minsky come di qualcuno che aveva previsto il crollo ma quando è iniziata la discussione sul Dodd-Frank Resolution Plan² il nome di Minsky non c'era più e non c'è stato nessuno che ha parlato di lui come un esperto della regolamentazione del sistema finanziario e della possibilità di utilizzare il suo approccio per disegnare un nuovo sistema di regolamentazione per l'economia americana. Hy avrebbe fatto alcune osservazioni puntuali, ad esempio: avrebbe detto che scegliere come obiettivo della politica economica la crescita del reddito nazionale non favorirebbe la stabilità finanziaria, perché si creerebbe ciò che Hy chiamava il *layering* nell'economia, che crea instabilità. Molto meglio, dice lui, cambiare l'obiettivo passando da quello della crescita del reddito a quello della crescita del livello di impiego. E faceva un ragionamento molto semplice: aumentare l'investimento per aumentare la crescita comporta che avremo sempre crisi finanziarie ricorrenti, mentre l'economia che cresce verso il pieno impiego per defini-

² Si riferisce ad una serie di tavole rotonde sulla Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

zione ha un tasso di crescita positivo, senza che ciò comporti crisi cicliche.

E allora il problema non è solamente la regolamentazione del sistema finanziario, sono necessari interventi complessivi sul sistema reale. Se l'obiettivo è il pieno impiego, secondo Minsky è molto meglio che il governo, invece di costruire un sistema di sostegno della domanda attraverso un disavanzo fiscale generale, spenda per offrire a tutti i disoccupati un posto di lavoro garantito a un salario minimo garantito, che è un altro modo per stabilire un limite minimo al reddito. Questo è importante non solamente perché evita un grande livello di disoccupazione, evita una crescita della povertà nell'economia, ma anche perché crea stabilità finanziaria. Questo è lo scopo del cosiddetto "impiego di ultima istanza", che era dettato non solamente dall'idea di raggiungere il pieno impiego per ragioni sociali, ma aveva anche una ragione di stabilità finanziaria. A proposito di stabilità finanziaria, Hy diceva che ci sono dei bilanci, ci sono gli attivi e gli attivi devono guadagnare un reddito sufficiente per far fronte al servizio finanziario. Garantendo il pieno impiego, si garantisce il rendimento degli attivi a un certo livello.

In questo senso Hyman aveva un approccio globale al funzionamento dell'economia. Se qualcuno gli avesse chiesto che cosa pensava della *Volcker rule*³, avrebbe risposto che sì la *Volcker rule* va bene ma non vogliamo che le banche facciano delle speculazioni con i fondi delle persone, che la *Volcker rule* è inutile se si continua ad avere una politica di sostegno della domanda attraverso disavanzo generale per l'obiettivo di crescita del reddito totale invece di avere un livello di occupazione di pieno impiego.

Questo ci riporta più o meno alla mia affermazione iniziale: Hy era qualcuno che aveva un comportamento da intellettuale in senso europeo, pensava che l'economista e l'economia devono servire alla società. L'efficienza non è massimizzare il *shareholder value*, il rendimento per gli azionisti dell'impresa, l'economista fa analisi e utilizza l'idea di efficienza per creare il più grande livello di be-

³ La *Volcker rule* prevede la separazione tra banche commerciali e banche d'affari

nessere per tutti i componenti delle società, dagli azionisti ai lavoratori e probabilmente anche ai politici (ma il benessere dei politici... non è tanto importante, per non parlare dei banchieri centrali che quanto ad auto-difesa hanno fatto proprio tutto). Grazie

Pia Locatelli

Al di là dell'ultima battuta sui politici, ti ringrazio, Jan, non solo per la bella relazione ma anche per averci parlato di Hyman Minsky come uomo multi-dimensionale. Ho avuto la fortuna di conoscerlo bene e di poter apprezzare questa sua multi-dimensionalità. Con Esther abbiamo discusso a lungo di questa caratteristica di Hy e alla fine l'abbiamo definito un uomo del Rinascimento. Davvero un uomo affascinante.

Ora la parola al professor Riccardo Bellofiore dell'Università di Bergamo, laureato in giurisprudenza all'Università di Torino e attualmente professore ordinario di Economia politica all'Università di Bergamo, Dipartimento di Scienze economiche "Hyman Minsky" (troveremo un altro modo per mantenere questo nome, è un impegno che diamo per scontato da parte del rettore). Al professor Bellofiore il merito di aver spinto la Fondazione Zaninoni a organizzare il primo convegno, e di conseguenza questo secondo, su Hyman Minsky: grazie per questo.

Riccardo Bellofiore *

Università di Bergamo

Grazie. Cercherò di essere fedele, qualche volta esplicitamente qualche volta implicitamente, alla frase scritta a video e quindi cercherò di essere un po' ribelle nei confronti di chi mi ha preceduto, d'altronde appunto, come è stato detto, ho studiato giurisprudenza, mi sono laureato con Claudio Napoleoni, ho lavorato con Augusto Graziani, ho conosciuto Hyman Minsky: in qualche misura mi sento "allievo" ma ho sempre avuto un atteggiamento critico, quindi sono assolutamente certo che qualsiasi

** trascrizione a cura della redazione non rivista dal relatore*

cosa io dica anche a loro favore sarebbe vista con un attimo di scetticismo.

Vorrei iniziare da una citazione, inconsueta forse in questo contesto, di un libro che quando ero giovane andava molto di moda: *Lo Zen e l'arte della manutenzione della motocicletta*. A un certo punto, ci si riferisce lì al pensiero occidentale ma io ne farei un discorso più generale, si dice che siamo abituati a ragionare in termini dualistici, sì e no, in realtà esiste una terza possibilità logica; questa terza possibilità logica in giapponese si esprime con *mu*, che vuol dire né sì né no, chiede di riformulare la domanda perché la verità della risposta sfugge al sì e al no. Io credo che questo sia un insegnamento su due questioni che abbiamo davanti. Una è la crisi finanziaria, crisi finanziaria, crisi reale: credo che sia entrambe e non sono molto convinto dal tirarla solo da una parte o solo dall'altra. Qui credo di essere d'accordo con Ciocca ma forse con qualche disaccordo sul suo accento a tirarla più dal lato reale. L'altra risposta *mu* credo debba essere data anche rispetto alla discussione che, soprattutto in ambito italiano – forse perché lo conosco di più –, si dà sulla questione della crisi europea: dentro o fuori l'euro; credo che né il sì né il no anche qui abbiano molto senso.

La crisi che abbiamo dietro di noi – quella che al momento è stata chiamata grande recessione, adesso Krugman la chiama la depressione minore – è secondo me con tutta evidenza una crisi che, partita dalle dinami-



che finanziarie, è divenuta reale; sicuramente aveva delle cause reali in squilibri reali, al tempo stesso credo che non sia facile incolpare la finanza rispetto alla crisi reale senza al contempo dire che proprio la finanza perversa è stata funzionale agli aspetti dinamici del capitalismo dei precedenti trent'anni. La crisi del 2007-2008 è appunto partita come crisi finanziaria, la crisi nel mercato dei *sub-prime*. Si era cominciato a riutilizzare il termine *Minsky moment* prima ancora della crisi dei *sub-prime*, tra l'altro non da parte degli economisti ma degli esperti di finanza, dei "blogger" finanziari. È stata subito una crisi globale dal punto di vista finanziario, ha colpito forse da principio di più l'Europa, persino le Landesbank tedesche, mentre dal punto di vista reale all'inizio ha colpito prevalentemente gli Stati Uniti. Ricordo che per circa un anno, nelle parti anche più insospettate, si è favoleggiato di uno sganciamento dell'Europa dagli Stati Uniti perché allora le economie, per esempio quella italiana e quella tedesca, andavano molto bene: se non ricordo male la Banca centrale europea aumentò il tasso di interesse, che era a livelli significativi del 4%, ancora nell'estate del 2008. C'è poi stata la crisi di Lehman Brothers nel settembre del 2008 e ci si è resi conto che la crisi reale era già partita ovunque. Ci sono stati sei mesi di terrore sostanzialmente tra il settembre 2008 e il marzo 2009, allora forse il neoliberalismo poteva essere morto e io credo che nella forma in cui l'abbiamo conosciuto è davvero morto con questa crisi. Purtroppo i sei mesi di terrore sono stati troppo pochi, si sono visti germogli di ripresa, il ritorno più o meno mascherato a Keynes come sostegno alla finanza e intervento discrezionale, tranne forse che in Italia, persino in Europa – non credete a quello che dicono i Tedeschi, guardate a quello che fanno: la ripresa tedesca è stata dovuta anche a interventi intelligenti pure di tipo fiscale pure in disavanzo. Dopo questo parziale ritorno al Keynes monetario e fiscale, quella che abbiamo vissuto è stata sostanzialmente una reazione, che è stata accentuata ovviamente dall'esplosione del debito sovrano in Europa – che è un debito privato mascherato –, una crisi che non nasce dall'euro, non nasce direttamente dal disegno istituzionale dell'euro ma ovviamente è stata di molto aggravata, così che stiamo viven-



do un secondo salto nella recessione e il rischio di una grande depressione.

Questa crisi è stata vista come il ritorno di tante persone: il ritorno di Marx, il ritorno di Keynes, il ritorno di Minsky. Nella forma in cui questi ritorni vengono proclamati non mi trovo d'accordo. Marx e la caduta del saggio del profitto: dal 1980 quello che vedo è stato un enorme recupero del saggio del profitto. La crisi come problema di domanda effettiva, qualcuno dice crisi di un mondo dei bassi salari: anche questo non lo trovo convincente, in un certo senso abbiamo avuto non una crisi sotto-consumistica ma una crisi di sovra-consumo. E quella tra finanza ed economia reale nel neoliberismo è stata una relazione che in qualche modo è riuscita per molto tempo a produrre al suo interno domanda effettiva, con l'invenzione del consumo a debito come nuova variabile autonoma regolata in qualche misura dalla stessa politica monetaria. In questo senso credo abbia di nuovo ragione Ciocca, anche se pure qui do la mia interpretazione: il banchiere centrale non può essere completamente *mainstream*. Insegno economia monetaria e in realtà la politica monetaria effettiva si è sganciata sempre di più da tutte le ortodossie più o meno moderate e in qualche modo ora i manuali registrano una politica monetaria diversa da quella che De Cecco (mi spiace che non sia qui) ha chiamato quella del banchiere della banca centrale

come finanziatore di prima istanza. Su Minsky sono d'accordo con quello che ha detto Kregel: sostanzialmente parliamo di momento Minsky, però se volessimo leggere rigidamente questa crisi secondo le categorie di Minsky avremmo delle difficoltà, in qualche modo sono cambiate troppe cose nel capitalismo perché il modello di Minsky si applichi rigidamente.

Al tempo stesso credo che noi non si sia in grado di analizzare questa crisi se non partendo da Minsky, cioè dobbiamo fare un po' quello che Minsky stesso avrebbe fatto: cercare di analizzare una realtà in evoluzione modificando le categorie. In questo senso credo che Minsky sia nella tradizione di Marx, di Keynes e di Schumpeter, cioè un'attenzione al processo di creazione di denaro a mezzo di denaro che in qualche modo non separa la realtà strettamente finanziaria dalla realtà reale.

Se cercassimo di analizzare – e qui vengo più strettamente al tema degli insegnamenti di Minsky – l'economia attraverso le sue categorie, diremmo che Minsky ci dà un insegnamento fondamentale, che è quello di analizzare l'economia attraverso i bilanci finanziari, gli agenti come agenti che scambiano moneta oggi con moneta domani, e questo vale per qualsiasi tipo di agente. Il secondo insegnamento è che l'economia muta nel tempo – e qui sono d'accordo con Kregel e ho un parziale dissenso con Roncaglia. Minsky riteneva, quando si poneva la domanda *Can "It" happen again?*, che *"It"*, la Grande crisi degli anni Trenta, fosse ormai alle nostre spalle; non che l'instabilità finanziaria fosse superata ma che in qualche modo, se non siamo completamente diventati stupidi, sappiamo, attraverso una realtà di *big government* e di *big bank*, come tamponare quelle contraddizioni, che però si presentano in altra forma. È interessante analizzare l'interpretazione di Minsky della stagflazione e quindi sarebbe interessante capire quanto la sua analisi di allora valga in una fase diversa. Il terzo insegnamento di Minsky è quello che con più difficoltà forse riusciamo a ricostruire perché è successivo all'ultimo suo libro, del 1986 se ricordo bene: *Stabilizing an Unstable Economy*. Minsky è l'autore – qui sono totalmente d'accordo con Alessandro Roncaglia – che capisce la trasformazione del capitalismo in *money manager capitalism*. Questo è cru-

ziale perché se ci fermiamo alle interpretazioni precedenti attacchiamo troppo strettamente Minsky a una formulazione rigida e meccanica della cosiddetta ipotesi di instabilità finanziaria, quella secondo la quale le crisi capitalistiche di instabilità finanziaria sono dovute al crescente indebitamento delle imprese non finanziarie. È evidente che invece l'indebitamento rilevante dei decenni più recenti è stato quello interno alla finanza e quello delle famiglie, non quello delle imprese finanziarie. Anzi, un altro elemento nuovo in qualche modo su cui riflettere è che esattamente i meccanismi fortemente squilibranti della finanza sono quelli che hanno avuto, contrariamente ad una lettura "meccanica" di Minsky, un effetto stabilizzante sul sistema economico, hanno portato all'aumento dell'*equity* quindi in un certo senso ad un apparente movimento delle imprese verso una finanza sempre più sicura e hanno stabilizzato anche i cosiddetti *global unbalance*, gli squilibri globali, attraverso i movimenti di capitale, pensate solo al ruolo del *carry trade*. Questo significa, secondo me, che dobbiamo leggere Minsky inserendo l'ipotesi di instabilità finanziaria nella sua visione stadiale del capitalismo, cioè il fatto che il capitalismo viva delle grandi fasi che sono differenti l'una dall'altra e in cui le contraddizioni si modificano, non si presentano mai identiche. Il *money manager capitalism* è esattamente questa cosa.

A questo punto ci possiamo muovere sul terreno più intrigante e più interessante degli insegnamenti di politica economica. Anche negli ambienti eterodossi, anche e soprattutto in quelli nostrani, la tendenza è di muoversi verso un ritorno a Keynes – comprensibile –, cioè la banca come prestatore di ultima istanza, possibilmente anche una banca centrale che torni ad essere prestatrice dei governi senza troppe condizionalità, uno Stato che sia sufficientemente grande da avere degli stabilizzatori automatici ma anche che, in casi di crisi, tanto più di grave crisi, intervenga con la spesa in disavanzo. La cosa interessante è che Minsky è un critico di questo keynesismo dai tempi esattamente non solo della stagflazione degli anni Settanta ma addirittura dagli anni Sessanta, questo keynesismo è insufficiente sia dal punto di vista teorico sia dal punto di vista della politica economica. In realtà, se

andiamo a vedere quello che scrive, Minsky propone una socializzazione dell'investimento, una socializzazione dell'occupazione, una socializzazione della banca e della finanza. Questo è in qualche misura esplicito in tutte le sue opere. Qui faccio riferimento al primo libro, *John Maynard Keynes* del 1975 – che credo sia stato scritto a Cambridge all'inizio degli anni Settanta – e i due capitoli finali, che normalmente non vengono letti perché non sono strettamente analitici, sono molto interessanti perché Minsky critica Keynes, ritiene che la formulazione di Keynes della socializzazione dell'investimento sia del tutto insufficiente, addirittura sostiene che ci si debba muovere verso una forma di socialismo che controlli – è letterale – i *towering heads* (in italiano potrei tradurlo con: i centri di comando) e si muova verso forme di *communal consumption*. Parla anche di un'economia trainata dal consumo, ma nella sua filosofia non credo che si tratti tanto di un puro e semplice aumento della propensione al consumo trainato dal reddito monetario ma sia semmai una diversa forma di intervento statale. Minsky è durissimo con l'era keynesiana, una strategia di alti profitti e alti investimenti è fortemente destabilizzante, ma va molto oltre, parla di distruzione dell'equilibrio sociale e ambientale, sostiene che si debba tornare alla casella numero uno, cioè al 1933: cosa si produce e per chi. Minsky quando parla di socializzazione degli investimenti parla di un settore pubblico, di un governo che interviene non solo sul livello ma anche sulla composizione della produzione. C'è un articolo di qualche anno prima di Joan Robinson del 1972 (che io lessi nel primo corso 1973-'74) che si intitola *La seconda crisi della teoria economica*, che mi sembra si muova su linee analoghe. Questo ovviamente si accompagna al discorso sulla socializzazione dell'occupazione, che nella forma di Minsky ha a che vedere con l'*employer of last resort*, con lo Stato come occupatore di ultima istanza su un salario minimo.

Personalmente credo che queste suggestioni di Minsky vadano però adattate al contesto europeo e vadano adattate anche ai tempi. Credo che una via promettente sulla socializzazione dell'occupazione sia da questo punto di vista quella liberal-socialista, non social-liberista, l'idea liberal-socialista che ho in mente è quella di Erne-

sto Rossi, è quella di Paolo Sylos Labini, è quella di un esercito del lavoro, mi pare fosse il modo con cui questa cosa veniva detta. Dentro questo discorso c'è evidentemente una critica alle forme e alla composizione della spesa pubblica, l'idea è che lo Stato debba produrre qualcosa, l'idea è che un *welfare* fatto solo di trasferimenti monetari sia negativo. Ho qualche difficoltà ad aderire a un'impostazione che questa cosa la faccia partire da una riduzione della spesa corrente, io credo che la riduzione della quota della spesa corrente vada prodotta in una strategia espansiva. Siamo in una situazione nella quale dai disavanzi e dal debito non si scappa, tanto meno con politiche monetariste o di finanza sana, semplicemente producono dei cattivi *deficit*. Ben diversa sarebbe una prospettiva, che a me sembra compatibile con Minsky, della produzione di buoni disavanzi, esattamente i disavanzi che intervengono sulla composizione della produzione con investimenti pubblici e appunto *communal consumption*. Tutto ciò ovviamente a Minsky viene perché la sua formazione è quella del New Deal che, a mio parere, non è stato keynesiano; la sfida di Minsky è di proporre un rinnovato New Deal che sia invece keynesiano.

Due parole sul contesto europeo. Credo che siano molto interessanti i discorsi recenti di Mario Draghi sia nell'aspetto positivo sia nei limiti di prospettiva che non possono non mostrare. L'aspetto positivo: sono molto in disaccordo con una lettura banalizzante di Draghi come una persona che ha semplicemente abbandonato, buttato nel cestino il *welfare* e il modello sociale europeo, perché quello di Draghi mi sembra essere un discorso che dice sostanzialmente che il capitalismo si è modificato e nel nuovo capitalismo il vecchio modello sociale europeo, certe tutele sono obsolete, bisogna inventarne di altre, di sostenibili. La sostenibilità è legata a riforme nel mercato del lavoro e riforme della previdenza, che però di per sé non bastano perché possono aprire a situazioni di sfruttamento di potere di mercato. Occorre dunque che queste riforme si accompagnino ad altre che aprano alla concorrenza e a investimenti pubblici. Quindi sostanzialmente una posizione che io chiamo social-liberista, cioè un'apertura alla concorrenza nei mercati dei beni e

dei servizi essenziali. In questo rompe con il mio liberismo perché, per fare dei nomi, Bush e Berlusconi certamente non hanno combattuto il monopolio. Sfortunatamente quando si va sul terreno di una politica di investimenti pubblici vedo un certo silenzio. Il punto è che mi pare che da parte di Draghi le trasformazioni del capitalismo siano prese come una variabile completamente esogena. All'interno del quadro di vincoli, credo che molto di quello che viene detto e viene fatto sia sensato, anzi vedo nell'ultima decisione dell'inizio di settembre due elementi nuovi di grande significatività. *Repubblica* pubblica oggi un articolo molto bello di De Cecco sulla natura illimitata degli interventi della Banca centrale europea sul mercato secondario dei titoli e il fatto che si sia proceduto anche con un esplicito dissenso della Germania. A questo si accompagna la condizionalità rispetto ai Paesi che devono chiedere, e in questo secondo me non c'è solo il fatto di fare accettare il tutto alla Germania, c'è anche il fatto che stiamo parlando di una crisi capitalistica e di un'uscita dalla crisi capitalistica, una crisi che sta procedendo con l'approfondimento dell'estensione alla finanza di aree della riproduzione sociale. C'è un attacco al lavoro, al lavoro privato ma al lavoro nel settore pubblico innanzitutto, c'è un attacco alla condizione della donna che verrà colpita anche quando l'occupazione aumenterà, dei nuovi settori in cui l'occupazione verrà trovata, c'è quello che autori di ispirazione marxista chiamano le nuove *enclosure*. Questa è la crisi capitalistica e la necessità ormai di un'uscita dalla crisi capitalistica con la politica economica, non senza la politica economica. In questo, a me sembra, l'insegnamento di Minsky è netto, per lo meno nella tradizione di Keynes, se non di Marx. La tendenza alla instabilità è necessaria, qualsiasi illusione che la semplice regolamentazione, che è necessaria, sia sufficiente è appunto inaccettabile perché l'instabilità si riproduce in forme sempre diverse. Tra l'altro non ci si può sognare di cancellare l'instabilità cancellando la speculazione, perché qui Marx e Minsky la pensano esattamente allo stesso modo: ciò che di buono viene dal capitalismo viene dalla fase speculativa. D'altra parte la fase speculativa non può che tendere a degenerare. Allora cosa possiamo fare? possiamo ap-

punto solo si attutire gli effetti ma a condizione di cambiare il modello di capitalismo radicalmente. Quindi il risultato di una decente riforma viene solo dall'affrontare direttamente e criticamente il capitalismo con un diverso modo di pensare e di agire. Questo è fuori dall'orizzonte delle politiche economiche attuali ma anche ahimè dei banchieri centrali attuali.

Chiudo osservando che purtroppo lo spirito di Minsky, e a me sembra anche lo spirito di Keynes evidenziato dalla citazione sul video, sarà sempre più difficile da ritrovare nella teoria economica, perché i processi di valutazione e selezione basati puramente e semplicemente sugli indicatori e sulle valutazioni quantitative si stanno diffondendo a macchia d'olio e diventano un modo diretto e immediato di disciplinamento della ricerca, anche dei giovani ricercatori. Credo che di questo dovremmo cominciare a preoccuparci in modo serio.

Pia Locatelli

Grazie. Ora passo la presidenza al professor Alessandro Roncaglia per la sessione degli interventi programmati.

Alessandro Roncaglia

Grazie. Innanzitutto vi devo portare i saluti e le scuse di Marcello De Cecco che con grande rammarico non è potuto venire per motivi di salute, quindi gli facciamo i nostri migliori auguri di pronta guarigione; abbiamo comunque avuto una presenza indiretta attraverso le parole di Riccardo Bellofiore. La cui conclusione sui problemi della valutazione è lo stesso problema a cui accennavo al termine del mio intervento: credo che noi economisti di professione siamo particolarmente colpiti da questo fenomeno – che naturalmente non colpisce chi come Jan Kregel è cittadino del mondo o come Pierluigi Ciocca ha una esperienza professionale che ha avuto aspetti che non lo fanno dipendere dalle valutazioni universitarie –, per noi il fatto di avere una valutazione universitaria, una valutazione della ricerca, una valutazione delle nostre carriere che non è

neutrale tra orientamenti e tra campi di ricerca è un vero guaio. Ma non solo per noi: come ci accorgiamo con Minsky, è un guaio anche perché impoverisce il dibattito economico e impoverisce la valutazione delle strategie economiche da seguire.

La discussione viene aperta da tre interventi programmati; il primo è quello di Salvatore Biasco che, come è stato ricordato, ha avuto un ruolo nel portare Minsky dalle nostre parti. Salvatore è stato professore ordinario di Economia internazionale all'Università La Sapienza di Roma, è stato anche membro della Camera dei Deputati, continua tranquillamente la sua attività sia economica sia politica.

Salvatore Biasco

Università La Sapienza di Roma

Prima di tutto voglio esprimere la profonda emozione a partecipare a un convegno che ricorda l'opera e la figura di Hyman Minsky e a trovarmi qui con Esther. Minsky ha avuto un'importanza straordinaria nella mia formazione e so che potrei esaurire il mio tempo in questa vena di commozione ricordando tanti straordinari episodi. Per cui, facendo ovviamente i miei saluti, soprattutto a Esther, e ringraziando Economia Civile e la Fondazione Zaninoni per avermi invitato, faccio leva su me stesso e passo agli argomenti che vorrei trattare.



Il compito che mi sono dato è di avanzare qualche spunto di analisi e di interpretazione della crisi economica globale iniziata nel 2007 mettendola in controluce alla visione che Minsky ha del processo economico. Quella crisi si iscrive in una interpretazione dell'economia in cui la struttura finanziaria evolve fino a determinare incongruenze e crisi: quindi siamo all'interno della visione di Minsky. Egli era perfettamente conscio – basta ricordare le citazioni che ha fatto Kregel – che la sua visione, generalmente elaborata con riferimento agli Stati Uniti, è estendibile su scala globale: nel capitalismo globale la fragilità finanziaria può diventare globale.

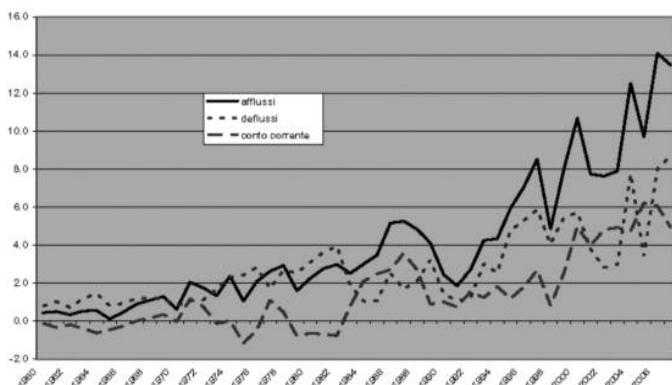
Ciò che egli poteva osservare dell'economia internazionale, scrivendo essenzialmente negli anni Ottanta (poi negli anni Novanta si ammala e muore molto presto), era la crescita di un vasto ammontare di debiti internazionali nella valuta statunitense, il dollaro, da parte di soggetti che avevano le loro entrate e i loro profitti in valute diverse. Quello che osserva è essenzialmente la crisi dei Paesi latino-americani degli anni Ottanta; crisi del loro settore pubblico, per il quale non vi è corrispondenza fra uscite denominate nella valuta di indebitamento e entrate in valuta interna, essendo, in più, l'indebitamento soggetto a tassi fluttuanti. La politica monetaria degli Stati Uniti, allora improntata al monetarismo, nota Hyman, rischia di incrementare le esigenze di dollari, via tassi di interesse e apprezzamento del dollaro; una recessione negli Stati Uniti le avrebbe ulteriormente aggravate. Se gli Usa avessero tenuto troppa attenzione all'equilibrio dei pagamenti avrebbero provocato seri problemi. La sua preoccupazione e la sua prescrizione all'epoca è che gli Stati Uniti, sia attraverso il conto capitale sia attraverso il conto corrente (quindi gestendo *deficit* in entrambe le voci), fornissero al mercato internazionale la liquidità necessaria, con politiche essenzialmente espansive; se queste avessero provocato inflazione all'interno, quell'inflazione doveva essere corretta per vie non monetarie. Ovviamente, Hyman distingue fra *deficit* eccessivo e *deficit* necessario.

Il problema dei debiti in dollari di soggetti non statunitensi si ripresenterà sezionalmente nell'economia internazionale. Si presenterà, per esempio, nelle crisi finanziarie, di bilancia dei pagamenti, dei Paesi asiatici durante gli anni

Novanta (Minsky ormai purtroppo non c'era più), si ripresenterà subito dopo la crisi, nel 2007-2008, quando addirittura assistiamo a un periodo di *dollar shortage*, in cui ovviamente gli Stati Uniti vengono chiamati alla responsabilità di Paese che emette la valuta chiave e di fatto governa indirettamente e direttamente la liquidità internazionale. Con il passare del tempo, però, il problema della fragilità del sistema internazionale non ha più come centro i debiti contratti in dollari nel mondo, e diventa, invece, il problema degli *asset* in dollari, cioè della quantità di dollari che si accumulano nel sistema internazionale, i quali derivano ovviamente da uscite di dollari dagli Stati Uniti che, poi, rifluiscono negli Stati Uniti come impieghi di residenti esteri.

Se osservate le *Figure 1 e 2* vedete il progressivo scalare di dollari che entrano negli Stati Uniti e diventano debiti di quel Paese. Gli afflussi negli Stati Uniti sono per definizione, *ex-post*, uguali ai deflussi. Questi ultimi avvengono via conto corrente e via conto capitale; quelli in conto capitale sono deflussi lordi relativi all'acquisizione di attività sull'estero dei residenti americani. Le uscite, quindi, ritornano negli Stati Uniti come entrate di capitali, come *liabilities* degli Stati Uniti. È un circolo cumulativo che ad un certo punto si mette in azione.

Figura 1
Uscite e entrate di capitale negli Usa

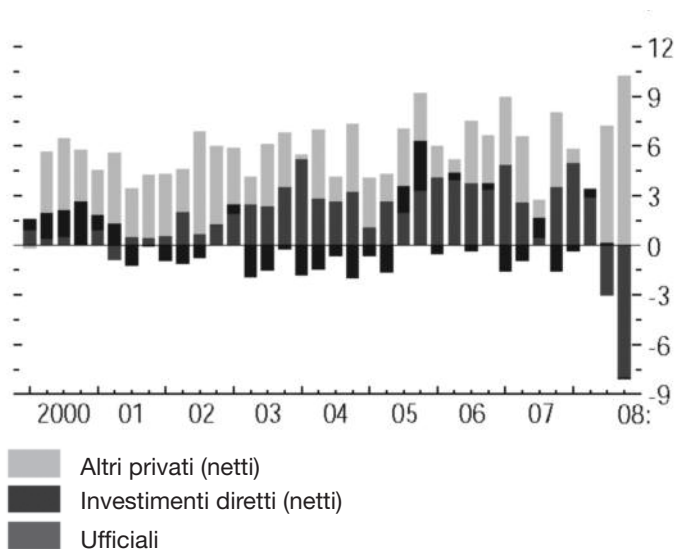


(Fonte: J Tatom, *Imbalances in China and U.S. Capital Flows*, MPRA Paper No.11706, novembre 2008)

Figura 2

Flussi privati e pubblici (netti) verso gli Usa

Percentuali del Pil



(Fonte: FMI, *Policies to end the crisis while paving the way to sustained recovery*, 2008)

Che è successo nella economia internazionale che trasforma quel problema di *liabilities* in un problema di *assets*? Succede che all'inizio degli anni Novanta – non sto a dire perché e come – cade l'inflazione. La caduta dell'inflazione è il primo *movens* di tutto: cade l'inflazione, cadono le aspettative inflazionistiche.

E avvengono innovazioni finanziarie per cui l'offerta di moneta non significa più niente (M1, M2, M3), ha, cioè, scarsissimo rapporto con le capacità di credito. Le autorità di fatto desistono dal controllarla, visto che i loro obiettivi di inflazione sono soddisfatti. In altre parole, le innovazioni finanziarie sono tali e tante per cui la velocità di circolazione si adegua alle esigenze dell'economia, la cartolarizzazione dei crediti delle banche consente a queste di recuperare ciò che prestano, rientrando in possesso delle loro riserve liquide, e così via. Il controllo monetario non significa quasi più niente, perché la moneta è largamente endogena, come Minsky, in altro contesto, ci aveva insegnato. Sotto la spinta dei bassi tassi di interesse, che

seguono il crollo dell'inflazione, il sistema del credito finisce per essere pressoché incontrollato. Le autorità americane hanno di fronte però un'economia che sta crescendo e non dà segni di inflazione, quindi dimenticano essenzialmente il problema di intervenire sui flussi monetari. Quei flussi vanno ovviamente anche all'estero, perché gli operatori cercano una remunerazione maggiore, e vanno sia in Paesi che gestiscono *deficit* di bilancia dei pagamenti e pensano di potersi rifinanziare continuamente, sia in Paesi che, invece, accumulano dollari e accumulano riserve. Questi Paesi possono essere anche gli stessi in tempi diversi, come è successo per il Sud-est asiatico, che dopo le crisi finanziarie degli anni Novanta ha gestito ingenti riserve a titolo precauzionale. La quantità di dollari che si accumula nel settore privato e pubblico (riserve) su scala globale viene reinvestita negli Stati Uniti e finisce per diventare parte di un meccanismo, anche se non ne esaurisce interamente la spiegazione, che, appunto, crea lo scalfare continuo dei fenomeni delle *Figg. 1 e 2*: cioè, i saggi d'interesse vengono mantenuti bassi negli Stati Uniti, perché nei mercati finanziari la domanda di titoli è alta con il contributo che danno ad essa gli stranieri, ma contestualmente, ciò provoca deflussi dagli Stati Uniti, in un circolo che si allarga. Quale sia il primo *movens* è difficile dirlo. Questa è una premessa generale che penso anche nota a tutti. Ora, quali problemi analitici ci pongono queste vicende? Io ne estraggo tre.

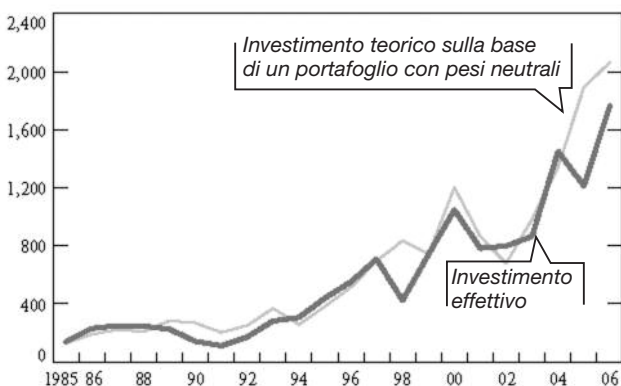
Il primo è che probabilmente noi dobbiamo lavorare con uno schema di moneta internazionale supposta endogena, in cui il sistema si procura da solo la liquidità (non solo dollari) che desidera. La visione di Minsky è una visione di moneta endogena, solitamente generata attraverso la domanda. Dovremmo trasferirla a livello internazionale. Forse l'aggettivo "endogena" è troppo, ma certo il mondo è tanto più liquido quanto più i flussi in uscita dagli USA possono essere generati in risposta alla domanda di dollari, cioè il sistema è in qualche modo in grado di procurarsi i dollari necessari. Se non vogliamo usare il termine "endogena", dobbiamo comunque affermare che il sistema internazionale va visto anche dal lato della domanda di valuta internazionale, non solo dell'offerta di valuta internazionale (attinente alle vicende statunitensi).

Il flusso di impieghi esteri negli Stati Uniti non è solo quello “involontario” che deriva dall’assorbimento all’estero dei deflussi in uscita dagli Usa (via conto corrente e uscite lorde di capitale attuate dai residenti) è anche determinato da una domanda mondiale (che si procura i dollari, appunto, via quegli stessi).

La *Figura 3* è importante:

Figura 3

Investimento finanziario dei non residenti in Usa



(Fonte: M. Higgins ed T. Klitgaard *Financial Globalization and the U.S. Current Account Deficit, in Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, dicembre 2007*)

si tratta di un raffronto – fatto dagli autori citati, ma confermato da molti studi analoghi – di un portafoglio teorico internazionale in dollari (calcolato sulla base del risparmio mondiale esclusi gli Usa) e le attività in dollari effettivamente investite in Usa. Si suppone che il teorico portafoglio mondiale operi una differenziazione di impieghi tra le varie valute. La quota in dollari in tale portafoglio è posta equivalente al peso che ha la capitalizzazione del mercato finanziario degli Usa – azionario, per quanto riguarda le azioni, ed obbligazionario, per quanto riguarda le obbligazioni – rispetto alle rispettive capitalizzazioni mondiali; è posta equivalente al peso dell’economia statunitense reale sull’economia mondiale per quanto riguarda gli investimenti diretti e i prestiti bancari. Met-

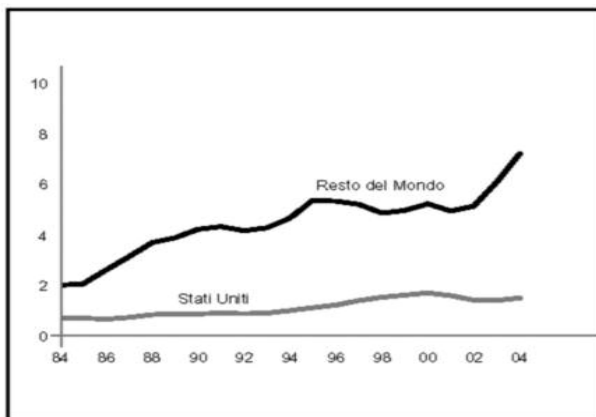
tendo in relazione l'attesa teorica di investimenti in dollari di questo portafoglio mondiale con gli investimenti effettivamente avvenuti negli Stati Uniti, vediamo che l'andamento ha praticamente coinciso.

D'altra parte, sono anni in cui il risparmio mondiale cresce vertiginosamente (vedi Figura 4), ma, ancora di più, cresce la quota di quel risparmio investita all'estero, la quale prima della crisi arriva a sfiorare il 50%. Gli Usa non assorbono una quota sproporzionata del risparmio che si forma. Non si tratta, però solo di "risparmio", che è una variabile reale (di cui fanno parte i conti correnti attivi), ma anche di flussi di capitale.

Figura 4

Risparmio lordo mondiale

triloni di dollari



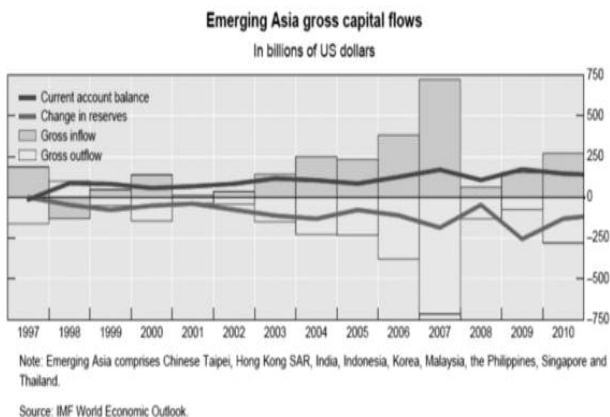
(Fonte: FMI, World Economic Outlook, 2006, 2007)

Se guardiamo la Figura 5, relativa ai Paesi emergenti dell'Asia, vediamo che i loro deflussi di capitale (in chiaro) sono di gran lunga superiori all'ampiezza del conto corrente e alla variazione delle riserve ufficiali (linee nera e grigia).

Tra parentesi, possiamo chiederci quanto poteva durare il circolo descritto. I suoi nemici sono la sostenibilità del deficit Usa che si determina all'interno di esso e la possibilità di sterilizzazione dei dollari che hanno i Paesi che accumulano riserve. Se i flussi (*ex-ante*) in entrata negli Usa, generata dalla quantità di *asset* in dollari desiderata all'estero, erano esattamente quelli che servivano a finanziare il *deficit* (oltre alle uscite di capitale dagli Stati Uniti), il

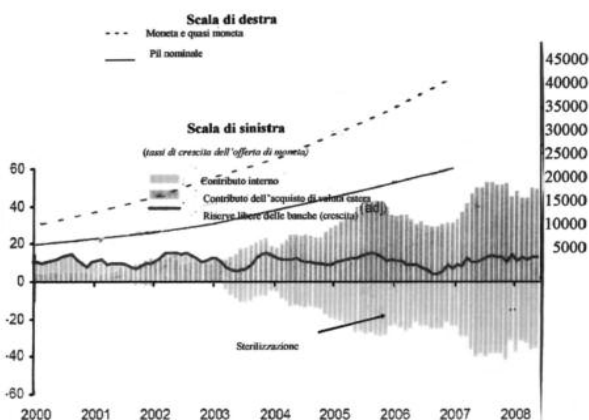
deficit stesso non poteva che apparire sostenibile. L'intero processo era retto sulla fiducia in una sua completa sostenibilità. Da parte loro, i Paesi che ricevevano dollari e li accumulavano nelle riserve erano in grado di sterilizzarli.

Figura 5



Questo non sarebbe stato vero per Paesi con mercato finanziario sviluppato e articolato. In circostanze analoghe, infatti, quando la Germania nel '73 riceve una quantità strabordante di dollari, non è in grado di sterilizzarli e, non volendo perdere il controllo monetario interno, non può far altro che smettere di intervenire sul mercato dei cambi (è il Figura 6

Cina: espansione monetaria e intervento sul mercato dei cambi



(Fonte: R. McKinnon e G. Schnabl *The Case for Stabilizing China's Exchange Rate: Setting the Stage for Fiscal Expansion, China & World Economy*, gennaio-febbraio 2009)

modo in cui muore Bretton Woods). Per la Cina (v. Figura 6) non è la stessa cosa: qui il contributo alla creazione di moneta viene poi largamente neutralizzato, sterilizzandolo nelle banche, senza che in un sistema poco sviluppato e molto controllato ci sia possibilità di aggirare i dispositivi. La risposta è quindi che quel circuito poteva continuare per un po', non fosse stato per la qualità dell'intreccio finanziario che si era andato costruendo nella microsfera e per l'esplosione dei prezzi delle materie prime. Ma questa è una digressione su cui non sosto.

Il secondo argomento che proporrei all'attenzione analitica riguarda la possibilità che il regime di bassi tassi di interesse e di accomodamento monetario diventi endemico. Ogni volta che le politiche di accomodamento sono state, anche timidamente, revocate, e le autorità Usa hanno tentato di alzare i tassi, quella rete di crediti e debiti internazionali, che è lievitata dietro l'eccesso di liquidità e il basso costo del credito internazionale, ha rischiato di non essere convalidata e di generare crisi finanziarie.

Questo è avvenuto negli anni Novanta con le varie crisi valutarie (Messico, 1994, Thailandia, Korea, Indonesia, Taiwan, Hong Kong, 1997, Russia e Brasile, 1998, Argentina, 1999, oltre a Paesi minori), che hanno costretto le autorità monetarie Usa a evitare che il sistema internazionale collassasse dietro il *default* dei debitori e far marcia indietro abbandonando i tentativi di contenere l'espansione monetaria interna e di alzare i tassi.

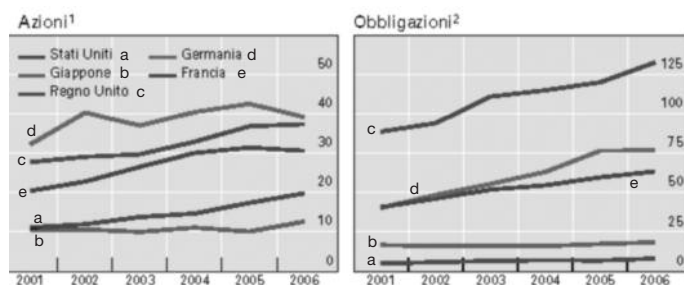
La retromarcia che segue all'innalzamento dei saggi di interesse e a qualche timido restringimento monetario avviene a maggior ragione se ciò produce recessione interna per via finanziaria (2001). La difficoltà per la politica monetaria Usa di uscire da un regime di accomodamento si è ripetuta nel 2004-2007, come detto, quando i tassi di interesse a breve furono alzati progressivamente (senza riuscire, tuttavia, a trasmettere l'innalzamento a quelli a lungo). Qui le conseguenze laterali sono venute, come è noto, attraverso lo scoppio della bolla immobiliare e le insolvenze sui mutui, all'origine dell'attuale crisi finanziaria. Di nuovo, il livello dei tassi di interesse è tornato all'indietro e la politica monetaria si è fatta espansiva. Anche il *dollar shortage* che è seguito alla crisi o le nuove insolvenze dal lato dei debiti

esteri per un numero di Paesi (escludendo quelli dell'euro che fanno storia a sè) sono parte del processo. Le conseguenze e i limiti di questa endemicità del regime introducono un elemento di riflessione, per il quale l'insegnamento di Minsky sul *credit crunch* è un punto di partenza.

Terzo elemento di riflessione – che non ho il tempo per sviluppare ma soltanto di enunciare – parte dalla constatazione che gli squilibri che hanno avuto rilievo nella crisi non sono solo quelli che portano larghi ammontari di riserve (dei Paesi emergenti) a investirsi negli Stati Uniti. C'è un intero sistema finanziario globale che investe negli Stati Uniti e prende a prestito dagli Stati Uniti (comprando, ad esempio, titoli *sub-prime* con operazioni *swap* da cui deve rientrare in qualche modo). Il grosso dei movimenti di capitale negli Stati Uniti che ha finanziato il *boom* edilizio in quel Paese è venuto essenzialmente dall'Europa. Basta vedere, attraverso la *Figura 7*, quanto si sia aperto il mercato e sia alta l'attività transfrontaliera.

Figura 7

Quota relativa di azioni e obbligazioni estere per alcuni Paesi percentuali



¹ Totale dei titoli azionari esteri detenuti dal paese / diviso per il suo portafoglio azionario complessivo, definito come somma della capitalizzazione del mercato azionario nazionale più azioni estere detenute dal paese *i*, al netto delle azioni del paese *i* detenute da investitori esteri. ² Totale dei titoli di debito esteri detenuti dal paese *i* / diviso per il suo portafoglio obbligazionario complessivo, definito come somma delle passività interne, più attività debitorie estere detenute dal paese *i*, al netto delle attività debitorie del paese *i* detenute da investitori esteri.

(Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali, *Relazione Annuale*, 2008)

Quindi, quando studiamo la crisi non dobbiamo solo guardare agli squilibri reali – che ovviamente creano un sostrato favorevole – ma alla rottura delle reti di intermediazione internazionale che si determina a un certo punto – alla

Minsky – e determina la *debt deflation* che poi abbiamo conosciuto.

Quella europea invece è tutt'altra storia, ma qui mi fermo per mancanza di tempo.

Alessandro Roncaglia

Grazie Salvatore. È un peccato dover chiedere a un relatore come Salvatore di tagliare sui tempi ma purtroppo sappiamo che abbiamo orari rigidi nell'uso di questa sala, e devo chiedere agli altri due relatori di stare rigorosamente nei tempi.

Marcella Corsi è professore di Economia politica alla Sapienza di Roma ed è nel Consiglio direttivo di Economia Civile.

Marcella Corsi

Università La Sapienza di Roma

Associazione Economia Civile

Salve a tutti. Nel mio intervento mi ricollego alla frase di Keynes che abbiamo scelto per presentare il nostro incontro di oggi: *“Se vogliamo fare veramente qualcosa di buono, dobbiamo apparire eterodossi, importuni, pericolosi e ribelli nei confronti di chi ci ha preceduto”*. Cercherò – e spero che avremo il tempo di confrontarci su questi temi – di delineare un po' il senso di questi aggettivi utilizzati da Keynes, alla luce ovviamente del contributo di Hyman Minsky e soprattutto di tutto ciò che è stato dibattuto qui oggi dai vari oratori, nel contesto specifico dell'analisi delle crisi economiche. Quindi non parlerò di crisi esplicitamente, ma solo trasversalmente, guardando a cosa vuol dire essere eterodossi e “pericolosi”, come avrebbe detto Keynes, nel trattare delle crisi.

Questo lo faccio forte del mio ruolo di co-fondatrice, insieme ad altri amici e colleghi presenti qui oggi, dell'associazione Economia Civile, e forte del bagaglio *sylosiano* che chi mi conosce sa che mi porto sempre dietro. Infatti, i punti che ora solleverò rientrano in una specie di decalogo che qualche anno fa, ricordando Sylos, ho pre-

sentato sia nella conferenza a lui dedicata, a un anno dalla morte, in Sapienza sia nelle pubblicazioni che ne sono seguite, *in primis* nel volume dedicato da *Economia & Lavoro* a quella conferenza e poi in un saggio che ho pubblicato sulla *Review of Political Economy*. In verità, non utilizzerò l'intero decalogo, ma soltanto un suo sotto-insieme, cercando in qualche modo dei fattori comuni, un minimo comune denominatore potrei dire, tra Minsky e Sylos. Figure, come abbiamo già avuto modo di ascoltare dagli altri oratori, strettamente collegate rispetto all'approccio nei confronti dell'economia e soprattutto nella concezione del ruolo dell'economista, del "mestiere dell'economista", diceva Paolo Sylos Labini. Quindi un economista, come ha prima sottolineato Jan Kregel ricordando Minsky, multi-dimensionale, a trecentosessanta gradi: sono stati tutti e due, Paolo Sylos Labini e Minsky, allievi di Schumpeter, il quale diceva che non è un economista chi si occupa soltanto di economia. Era quindi naturale per loro che l'economista dovesse occuparsi di tante cose: ma di che cosa *in primis*? Del **rappor- to tra sviluppo economico e sviluppo civile**: da qui il nostro ruolo come Associazione Economia Civile. Lo sviluppo civile è legato a doppio filo, anzi con una relazione di tipo circolare, allo sviluppo economico: lo sviluppo economico stimola lo sviluppo civile – non mi soffermo su questo primo legame che credo sia abbastanza scontato – e all'inverso, lo sviluppo civile dovrebbe – aggiungo un



condizionale – dare sviluppo all'economia di un Paese o comunque creare sviluppo economico. E in che modo? In tantissimi modi anche qui oggi enunciati con riferimento alla crisi e soprattutto al suo impatto, *in primis* guardando al ruolo dello Stato ricordato prima, che non è semplicemente uno Stato che elargisce risorse, ma è uno Stato che investe “socialmente” nel sistema, favorendo istruzione, cultura, facilitando la condivisione degli obiettivi economici, quindi facendosi portatore di più di un'attività di tipo redistributivo. Inutile dire che per Sylos e per Minsky – e in questo entrambi allievi di Kalecki – la distribuzione del reddito diventa un elemento fondamentale, anche nella possibilità di prevedere le crisi, come giustamente notato prima da Pierluigi Ciocca. A questo riguardo, vi ricordo il saggio di Sylos Labini sulle prospettive dell'economia americana, che immaginava la crisi molto tempo prima che questa si manifestasse. Quindi un legame circolare tra sviluppo economico e sviluppo civile di cui noi vogliamo farci portatori nel ricordo **attivo** del pensiero di questi economisti.

E in questo contesto un'attenzione fondamentale va al **rapporto tra etica ed economia**. Inutile che sottolinei qui i problemi di mancanza di etica tipici del *money manager capitalism*, quindi di fatto di un sistema in cui si creano squilibri di potere “naturale” all'interno non soltanto della gestione delle imprese, che diventano sempre più multinazionali con *manager* super pagati, ma ovviamente anche dei *manager* economici e finanziari. Non cito il caso di Lehman Brothers, ma cito invece quello di Enron, perché molti addirittura attribuiscono l'inizio della crisi non alla finanziarizzazione dell'economia, ma ai problemi di inefficienza del sistema o, per usare una parola forte, di corruzione interna alla gestione delle multinazionali americane. Questo è il primo punto che va sempre ricordato e che in qualche modo spiega, a mio parere, il nostro ruolo qui oggi come Economia Civile.

Altro punto fondamentale – sono felice di aver ascoltato gli interventi di oggi che l'hanno testimoniato –: **ogni modello economico è storicamente determinato**, ossia, come avrebbe detto Minsky, non possiamo spiegare l'economia se non tenendoci fortemente collegati alla realtà. Nel momento stesso in cui questo monito diventa

fondamentale per il lavoro dell'economista, l'economia si deve inevitabilmente contaminare nelle relazioni con le altre discipline sociali. Sylos Labini avrebbe parlato dell'economia, e in generale delle scienze sociali, come di scienze a cerchi concentrici, parlando di sociologia, di diritto, di politica e via di seguito.

Dal punto di vista specifico del legame più forte – che anche qui oggi è stato manifestato – non si può parlare di crisi se non analizzando i processi economici da un punto di vista storico e quindi tenendo presente ovviamente il **legame tra storia ed economia**. Storia intesa come storia economica, come storia delle idee, e dal punto di vista della storia delle idee non posso non ricordare – come del resto ha già fatto prima di me Alessandro Roncaglia nell'introduzione – il legame di Minsky con Kalecki. Proprio di recente, rileggendo alcuni saggi scritti in occasione di un convegno che si è tenuto nell'86 a Perugia sulla rilevanza di Kalecki, ho ritrovato tra le mie carte uno scritto di Minsky, che credo non sia stato pubblicato, che riguardava appunto la rilevanza di Kalecki e il suo contributo utilizzabile dal punto di vista della scienza economica e dell'analisi economica. Si tratta di un contributo molto utile nell'ottica della crisi, soprattutto perché in quel saggio Minsky riapprofondisce l'analisi kaleckiana dei profitti – e vi rimando direttamente a quanto già sollevato da Riccardo Bellofiore in questo senso. Un'analisi dei profitti che si basa su una teoria dei prezzi oligopolistici e non prezzi concorrenziali – e su questo ancora una volta ritrovo un collegamento con le ipotesi sylosiane. In quel saggio Minsky inizia la trattazione con la seguente frase, che può apparire banale ma è invece significativa dal punto di vista dell'approccio storico del suo pensiero: *“L'importanza di studiare e comprendere coloro che ci hanno preceduto nella disciplina è che ci forniscono le spalle di giganti su cui appoggiarci per cercare di comprendere, o ancor meglio, migliorare il mondo in cui noi viviamo”*. Quindi l'approccio storico era fondamentale per Minsky, al punto tale da giustificare spesso e volentieri il riferimento a teorie che l'avevano preceduto, anche in un campo specifico, quale quello della finanziarizzazione dell'economia, su cui non tutti gli economisti del passato avevano avuto modo di cimentarsi, per via del modificarsi delle strutture

economiche moderne. Quando parlo quindi di storia delle idee mi riferisco *in primis* a Kalecki e a Keynes, ma anche a Josef Steindl, con il suo *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, autore a cui, fra l'altro, noi di Economia Civile abbiamo dedicato di recente un volume speciale di *PSL Quarterly Review*, che trovate sul nostro sito. Detto questo, veniamo ad un altro punto del decalogo: **l'analisi economica deve essere rigorosa e deve occuparsi di problemi rilevanti.** Queste, per chi conosce Sylos Labini, sono le sue famose due "erre", rigore e realismo. Si tratta di qualcosa di intrinseco nel modo di essere economista di questi grandi pensatori del passato, sicuramente anche di Hyman Minsky, e nel leggere il volumetto del primo convegno dedicato dalla Fondazione Zaninoni e dall'Università di Bergamo a Minsky ho trovato degli spunti molto interessanti in questo senso, spunti che non possono che essere metodologici dato il tema in questione. Mi riferisco in particolare, quando parliamo di "rigore", allo strumento dell'analisi economica. Da questo punto di vista Ferri ha ricordato a Bergamo – e ci tengo a risottolinearlo anche qui oggi – che Minsky era estremamente attento, anzi non disdegnava metodi innovativi nell'analisi economica. Questo però non lo ha mai portato a un sovra-utilizzo della matematica nella sua analisi, e non è un caso che ciò sia avvenuto, sebbene in un campo come la finanza in cui invece i modelli prevalenti si sono fortemente matematizzati. Non è un caso, perché la matematica necessariamente porta a una sovra-semplificazione dei problemi, difficile da coniugare con la ricchezza dell'economia e dei modelli economici, se interpretati con gli occhi degli economisti che ho appena ricordato. Dal punto di vista della "rilevanza", invece, vorrei ricollegarmi ad un altro spunto che viene dalla discussione precedente di Bergamo – alla quale mi sono voluta ricollegare per stabilire un *continuum* tra la riunione di oggi e quella precedente. Elisabetta De Antoni ha ricordato come fosse di fatto irrilevante agli occhi di un autore come Minsky gran parte della letteratura teorica con cui lui stesso ha convissuto e come ciò abbia condizionato, in qualche modo, anche il successo o l'insuccesso delle sue teorie. Lei parla in particolare della teoria dell'equilibrio generale, ma potremmo fare molti altri esempi di questo tipo. Ecco, è importante per l'economista definire la rilevan-

za non semplicemente sulla base delle mode – su questo potrei fare tante e varie citazioni – ma piuttosto rispetto all'aderenza alla realtà, confrontandosi anche con i metodi per poter registrare i fatti economici, che sono soprattutto metodi statistici.

Vengo ora all'ultimo punto, sempre guardando al mio decalogo immaginario, che collega i diversi pensatori che qui ho citato. È un punto a cui tengo particolarmente, a cui credo tutti noi di Economia Civile teniamo particolarmente, e riguarda il coraggio dell'economista, sempre nella definizione di questo difficile mestiere. "L'economista deve avere il coraggio delle sue opinioni e fare informazione" avrebbe detto Sylos Labini. E qui veniamo al **tema dell'informazione economica**, che è estremamente critico oggi giorno con riferimento alla trattazione della crisi, e più in generale con riferimento alla formazione economica che viene erogata. In questo senso voglio chiudere il mio intervento prendendo spunto da un articolo apparso sul web, perché quando parliamo di avere il coraggio delle opinioni e fare informazione, questo implica anche cercare nuove forme di comunicazione, soprattutto con i più giovani, e nuovi linguaggi. Si tratta di un articolo di Carlo Freccero, cioè un esperto di informazione, visto che da economista "eretica" (come avrebbe detto Joan Robinson), quale mi considero, mi piace prendere spunto anche da altri che non siano semplicemente economisti. Carlo Freccero in questo recente articolo, che si intitola *Come salvarci dal pensiero unico*, dice testualmente: "Una politica economica non è naturale, presuppone una scelta tra più alternative". Nel mio saggio su Steindl appena uscito sulla *PSL Quarterly Review* ricordo un epigramma attribuito a Kalecki da Steindl, in cui Kalecki dice: "Le leggi economiche non possono di fatto essere spiegate ed è per questo che molti economisti le considerano naturali". Ecco: una politica economica non è naturale, presuppone una scelta fra più alternative. E la scelta politica presuppone informazione. Freccero aggiunge: "Dobbiamo ricreare una libertà di informazione, studiare nuovi canali e possibili veicoli di informazione, perché si rompa l'incantesimo che ci porta a considerare il presente come l'unica possibilità". Credo che Minsky avesse ben chiaro che il presente non è l'unica possibilità e mi riferisco agli interventi che mi hanno preceduto per evi-

denziare questa sua caratteristica di pensatore libero e multi-dimensionale. Vi saluto lasciando sul tappeto questi temi ai fini di una discussione successiva. Grazie

Alessandro Roncaglia

E quindi ci sembra logico concludere questa serie di interventi con un economista giornalista, Roberto Petrini, che è giornalista di *Repubblica* ma anche curatore di un bellissimo libro intervista con Sylos, curatore dell'ultimo libro di Sylos, *Ahi serva Italia*, e autore per conto suo di un bel libro in cui fa le bucce agli economisti, soprattutto a quelli *mainstream* ma non solo.

Roberto Petrini

giornalista, la Repubblica

Hyman Minsky era un economista eterodosso, ha pagato durante la sua vita e con la sua professione questo atteggiamento e quindi quale occasione migliore per verificare qual è lo stato dell'arte. Per vedere quali sono i rapporti di forza oggi tra *mainstream* ed eterodossi o, come preferisco dire io tagliando un po' le cose con l'accetta, tra liberisti e keynesiani, all'interno del pubblico dibattito, cioè nella superficie. Chi fa il mio mestiere ha la possibilità e la sensibilità – o almeno presume di avere – per capire un po' da che parte tira il vento in questo momento, spetterà poi alla comunità scientifica e agli storici il compito di tirare le somme del nuovo e serrato dibattito che, dopo la crisi 2007-2012, si è riaperto tra *mainstream* ed eterodossi. Ma per non sottrarmi a quanto si è detto finora, sulla natura reale e finanziaria della crisi, che naturalmente condivido, faccio soltanto una riflessione: è ovvio che le due crisi gemelle, quella degli Stati Uniti e quella europea, nascono dall'economia reale, soprattutto dalle disparità presenti nell'economia reale: negli Stati Uniti disparità tra classi, in Europa disparità di competitività tra Stati. La finanza cerca di surrogare alle disparità, sia negli Stati Uniti – lo abbiamo visto con i *sub-prime* e con il credito al consumo –, non ci riesce e quindi finisce con il fare da detonatore alla crisi; sia

in Europa dove i *deficit* delle bilance commerciali sono il termometro delle disparità tra Paesi e la finanza “sovrana” cresce a dismisura fino ad esporsi alla speculazione.

Ma torniamo all’esame del pubblico dibattito. Non vorrei essere accusato di eccesso di ottimismo, ma devo dire che negli ultimi cinque anni da cui data la crisi solo questo è l’aspetto positivo: che i rapporti di forza tra le due grandi componenti, *mainstream* ed eterodossa, si sono un po’ modificati. Si è passati da una assenza di dibattito e da un dominio “bulgaro” del *mainstream* ad un confronto che si è riaperto: basta scorrere l’elenco dei titoli dei libri usciti dopo la crisi, scientifici e divulgativi. Chi avrebbe pensato – faccio solo un esempio – dieci anni fa a paginate di giornali che raccontano della Modern Monetary Theory di Galbraith junior? o alla riscoperta del pensiero di John Maynard Keynes? La riapertura del dibattito teorico in economia, che invocavamo con il *Manifesto per la libertà del pensiero economico* dell’aprile del 2010, scritto dalla Associazione Paolo Sylos Labini con Alessandro Roncaglia e tanti altri, in qualche modo si è verificata. Lo vediamo dalla stampa, lo vediamo anche dalla grossa attività di siti economici che proliferano in rete, ma pure da iniziative come questa, di cui si sente sempre di più l’esigenza.

Ma il periodo della crisi è stato segnato anche dalla riscoperta concreta dell’azione dello Stato e dei valori della coesione. Negli ultimi cinque anni ci sono state, ad esempio, la riforma sanitaria e quella finanziaria di Obama, che hanno



rimesso un po' lo Stato al centro dell'attività economica; è chiaro che ci sono delle critiche, lo sappiamo tutti, non è mai abbastanza, ma qualcosa è stato fatto, e di molto importante. E perché non guardare anche all'enciclica *Caritas in veritate*, che punta l'indice contro l'eccesso di finanza e il richiamo ad un profitto legato al bene comune. Quindi se due *opinion maker* di questa dimensione globale hanno scelto questo campo, seppure non venga spesso sottolineato e riconosciuto questo aspetto del pensiero e dell'attività di importanti testimoni del tempo come Obama e Ratzinger, vuol dire che qualcosa è cambiato.

Cinque brevi punti che possono in qualche modo dimostrare e dare la sensazione, sebbene superficiale, che qualcosa nel glossario, nel dibattito pubblico – quello che avviene sui *media* per intenderci, sui giornali, ma anche nelle conferenze stampa delle istituzioni come la Banca centrale o nei dibattiti tra economisti – stia subendo una metamorfosi. I cinque punti riguardano l'atteggiamento degli economisti; il mercato; la teoria economica in senso generale; il ruolo delle banche centrali; la speculazione.

Per quanto riguarda l'atteggiamento degli economisti: ieri si parlava di liberismo di sinistra con una torsione, un salto mortale piuttosto ardito, oggi non se ne parla più. Per un periodo gli economisti, mascherandosi dietro un'etichetta un po' ambigua che è quella dell' "economista semplice", senza aggettivi, che non dichiara da che parte sta, in realtà esprimevano e propugnavano tesi *mainstream*, o, per essere più espliciti, liberiste. Oggi qualcosa è stato fatto e qualcosa devo dire va attribuito anche al senso di responsabilità degli economisti liberisti. In Italia un gruppo notevole di economisti liberisti anche importanti ha sottoscritto un proprio Manifesto. Questo secondo me va a favore della nettezza del dibattito e di questa evoluzione verso la trasparenza dobbiamo ringraziare i contrasti, le contraddizioni, i dibattiti e le serrate polemiche scaturite dalla crisi.

Poi c'è il mercato, che perseguita un po' tutti noi che ci occupiamo e amiamo l'economia. Il dio mercato. L'*Economist*, qualche tempo dopo lo scoppio della crisi, realizzò un lungo *dossier* dedicato alla crisi in cui sollevava seri dubbi sulle *efficient market hypothesis* di Eugene Fama, che in parole povere sono la codificazione del dogma in base al quale il mercato ha sempre ragione. Nel numero

successivo Robert Lucas scrisse una lettera assai risentita. Se ieri era così, oggi invece possiamo assistere alle dichiarazioni del presidente della Banca centrale europea Mario Draghi che definisce i mercati “irrazionali”, per non dire di Angela Merkel che addirittura li ha definiti nemici del popolo. Mi chiedo se cinque, sei, sette anni fa sarebbe stato possibile sul piano del linguaggio assistere a questo tipo di dichiarazioni.

Anche per quanto riguarda il dibattito, certo non arrivo e non posso scandagliare quello accademico, però a quanto emerge dai giornali e dal dibattito sul *Web*, la teoria economica si è rimessa in discussione. Il dibattito nei convegni, sui giornali, sui siti e anche a livello internazionale mi pare che si sia riaperto. Si è talmente riaperto che il *mainstream* si trova anche a difendersi da quanto sta avvenendo, per così dire, alla propria destra: perché nella piattaforma programmatica di Mitt Romney è entrata – era sulla prima pagina del *Financial Times* tre o quattro giorni fa – la proposta di Ron Paul, iper-liberista di scuola austriaca, di tornare al *gold standard*, quindi addirittura il dibattito s'è talmente aperto che anche i monetaristi devono temere alla propria destra un ritorno del *gold standard*. Quindi c'è di che discutere e questo è soltanto positivo.

Un'altra cosa che mi è sembrato di scorgere sta in un'intervista che ha rilasciato il presidente del Consiglio Mario Monti, che è un economista, al *Sole24Ore* qualche giorno fa in cui diceva, in un modo un po' complicato, da economista, che i Tedeschi dovrebbero fare attenzione perché con questi *spread* l'inflazione se la beccano anche senza l'intervento della Banca centrale europea che stampa moneta, perché tutta questa liquidità che sta arrivando in casa della Merkel – tant'è che i tassi sono negativi, grazie al buon nome della Germania – sta creando la bolla immobiliare e aumenterà le quotazioni delle obbligazioni; un'inflazione da *asset* si potrebbe definire. Anche questa mi pare sia una inversione di tendenza, anche teorica, rispetto all'idea che contestavano negli anni Ottanta Modigliani, Sylos e gli altri con il loro Manifesto, che ammoniva la Banca centrale europea contro gli eccessi di monetarismo mettendola in guardia contro i rischi della teoria quantitativa della moneta. Quindi anche questo mi pare è cambiato.

L'ultimo punto riguarda una terminologia con cui facciamo sempre i conti: la speculazione, parola che, come diceva un economista importante e appassionato, viene da *speculum*, cioè da specchio, e in qualche modo è vero perché la speculazione ha questi due aspetti: un po' è virtuale, nel senso che vive in un mondo immateriale di voci e *bit*, e un po' raddoppia, nel senso che è in grado di sviluppare guadagni enormi. Non più di due anni fa un economista, devo dire molto bravo, come Luigi Zingales scriveva sul *Sole24Ore* un articolo dal titolo *Speculatori vil razza dannata (ma utile)*; un articolo dell'economista liberista Roberto Perotti, intitolato *Non sparate sugli speculatori* apparso sul *Sole24ore* nel maggio 2010, recitava: *"Come molti economisti, anch'io credo nel ruolo positivo della speculazione in mercati concorrenziali e trasparenti"*. Oggi secondo me l'idea stessa della Banca centrale europea di intervenire sugli *spread* va a contrastare essenzialmente la speculazione e pone i mercati di fronte al rischio di scottarsi le dita. Del resto nella stessa direzione va la modifica, poco sottolineata nel dibattito odierno, all'articolo 136 del Trattato europeo che, oltre alla lotta all'inflazione che sta nello statuto della Bce, inserisce nel Trattato la stabilità finanziaria, ovvero un presupposto giuridico utile per mettere in campo delle misure di contrasto alla speculazione. Oltre naturalmente all'Esm, il Fondo *anti-spread*, che ha una funzione puramente anti-speculativa. Non è più lo Stato canaglia che provoca lo *spread* ma è il mercato canaglia che provoca le difficoltà dello Stato.

Alessandro Roncaglia

Ringrazio tutti per gli interventi e le relazioni. Se abbiamo un rimpianto è che, con un pubblico strettamente qualificato come quello che ho di fronte, non ci sia il tempo per interventi. Però almeno uno lo vorrei da parte di uno dei due allievi ufficiali, diciamo così, che Minsky ha avuto in Italia: Mauro Gallegati, che è qui con noi.

Mauro Gallegati

Università Politecnica delle Marche di Ancona

Vi ringrazio dell'opportunità, anche se l'intervento non era programmato. Potrei parlare di Hyman da molti punti di vista. Domenico Delli Gatti e io abbiamo conosciuto Hyman Minsky a Saint Louis nel 1987, quando siamo andati a completare la tesi di dottorato che avevamo iniziato in Italia. E Hyman ci disse una cosa un po' strana per noi: "Io ho fatto la tesi con Schumpeter, ma Schumpeter fece qualcosa che nessun supervisore deve mai fare a uno studente: morì prima che mi laureassi. Vi prometto che io cercherò di non fare lo stesso errore". Lui è stato veramente un grand'uomo per noi.

Prima Kregel lo ricordava come una persona di grande cultura e conoscenza e in famiglia lo chiamavano l' "enciclopedia vivente". Conosceva quasi tutto, era davvero impressionante. Ma era impressionante anche come sapesse tante cose a parte le lingue straniere. È stato in Italia per anni e anni e secondo me sapeva dire solo due cose: "*la donna è mobile, mia moglie è mobile*" e "*frutti di bosco*"; aveva il diabete, non poteva prendere i dolci (con Esther nei paraggi, almeno) e quindi ordinava frutti di bosco.

Io andavo spesso anche a soggiornare dai Minsky e una volta che ero da loro Hyman mi ha detto: "*Mi sono stancato di fare l'ignorante in italiano, da oggi pomeriggio mi dai lezioni d'italiano*". Mi sono preparato molti schemi, le declinazioni, le doppie, gli articoli, poi lo raggiungo nel tinello e mi dice di sedermi nella poltrona vicino a lui, davanti al televisore, attacca il *Don Giovanni* di Mozart e pretendeva di imparare l'italiano in quel modo; ovviamente non si capiva quasi nulla: i sottotitoli in inglese l'aiutavano però... L'unica cosa che gli interessava era: ma è vero che mille e tre vuol dire milletrecento in breve? Mi è toccato pure andare in biblioteca a vedere che era mille e tre, proprio tre di numero.

C'è un aspetto che volevo dirvi e che in realtà noi tendiamo a dimenticarci. Domenico e io abbiamo lavorato con Hyman per una decina di anni, però tutto il nostro lavoro dopo è stato basato su quegli anni. Noi da un po' di tempo facciamo una cosa che si chiama "economia con agenti eterogenei che interagiscono" e non è nient'altro che il ten-



tativo di spingerci un passo oltre quello che è il pensiero di Hyman in modelli matematici.

Noi si intuiva la direzione, ma non sapevamo bene il sentimento di sviluppo e devo dire che eravamo anche un pochino preoccupati nel convincere gli economisti *mainstream* ma anche gli eterodossi, perché Hyman in realtà non era né di qua né di là; come dice Domenico Delli Gatti, in termini probabilmente non ortodossi, era bisessuale da questo punto di vista. Noi ci lamentavamo un po', quando presentavamo i lavori anche con Hyman che non venivano accettati, mi ricordo un referaggio, l'articolo era lungo dodici pagine e il referaggio era di otto, una roba tremenda e ci dicevamo: *"ma questi come diavolo li convinciamo, non ce la faremo mai"*. E allora Hyman mi disse: *"Guarda, ti cito Planck, il fisico, che disse: Tu non devi sperare che gli altri leggano le tue cose, vedano la luce e si convincano, devi solo aspettare che muoiano tutti e quindi cerca di fare una vita tranquilla e poi questi schiatteranno, vedrai"*. Ed è l'augurio che a questo punto faccio a voi, e anche a me. Grazie

Alessandro Roncaglia

Grazie a tutti e speriamo di rivederci presto in qualche altra occasione.

economia civile

“Dobbiamo inventare una nuova saggezza per una nuova epoca. Nel frattempo, se vogliamo veramente fare qualcosa di buono, dobbiamo apparire eterodossi, importuni, pericolosi, ribelli nei confronti di chi ci ha preceduto.”

John Maynard Keynes



Dallo **STATUTO** della “**FONDAZIONE A. J. ZANINONI**”

Art. 3

La Fondazione, che non ha fini di lucro, ha lo scopo di dare continuità alla presenza non conformista e stimolante di A. J. Zaninoni, imprenditore, fondatore del gruppo “Jack Better”, che opera nel settore tessile-abbigliamento, attraverso un’attività di promozione culturale e di formazione riferita a tutti i livelli professionali – dalle mansioni operaie a quelle imprenditoriali – a partire dall’ambito territoriale dove lo stesso ha operato, la Valle Seriana e la Bergamasca, fino alla internazionalizzazione della sua attività.

Per il raggiungimento dello scopo la Fondazione:

- promuoverà la diffusione della cultura del lavoro, anche nella sua accezione più ampia di progetto di vita;
- studierà i trend dell’economia, approfondendone le dinamiche;
- analizzerà i meccanismi del mercato del lavoro, la sua complessità ed i suoi processi attuali e futuri;
- favorirà opportunità equivalenti e percorsi tendenti alla parità, intesa come possibilità per donne ed uomini di realizzarsi nella vita privata, professionale e pubblica;
- contribuirà alla formazione di cittadine e cittadini consapevoli, non conformisti e socievoli, anche mediante il sostegno e la collaborazione alle attività del “Centro culturale Progetto” di Bergamo.

Ai fini suddetti la Fondazione – utilizzando ogni strumento informativo – potrà promuovere e realizzare:

- studi e ricerche, raccolta di materiali e documentazione, seminari, convegni, conferenze, dibattiti, mostre, corsi di formazione e di aggiornamento, pubblicazioni, anche periodiche;
- la istituzione e la erogazione di borse di studio.

La Fondazione svolgerà la propria attività senza limitazioni di ambito territoriale.

Consiglio d'Amministrazione

Pia Elda Locatelli - presidente
Roberto Bruni - vicepresidente
Paolo Crivelli - direttore
Raffaella Cornelli - consigliera
Italo Lucchini - consigliere

Collegio dei Revisori

Franco Tentorio - presidente
Luciana Gattinoni - revisore
Maria Silvia Bassoli - revisore
Supplenti
Barbara Botti - revisore
Alessandro Redondi - revisore

Comitato tecnico-scientifico

Francesca Bettio

docente di Politica economica, Università di Siena,
esperta per la D.G. V della Commissione europea

Mauro Ceruti

senatore, già preside della facoltà di Scienze della Formazione,
Università degli Studi di Bergamo

Mario Comana

docente di Tecnica bancaria,
Università Luiss "Guido Carli", Roma

Sergio Fumagalli

dottore in fisica, consulente del Garante della Privacy

Donata Gottardi

professoressa ordinaria di Diritto del Lavoro,
Università di Verona

Riccardo Leoni

docente di Economia del Lavoro,
Università degli Studi di Bergamo

Marina Piazza

presidente di Gender, consulenza formazione ricerca

Donald Sassoon

docente di Storia europea comparata,
Queen Mary University of London

Ornella Scandella

ricercatrice, esperta di formazione e orientamento,
collabora con l'Università degli Studi Milano Bicocca
e con l'ISFOL area sistemi formativi

Paola Villa

docente di Economia industriale,
Università degli Studi di Trento

Vera Zamagni

docente di Storia economica e Storia dell'Industria,
Università di Bologna

Quaderni della Fondazione A.J. Zaninoni

Augusto Benvenuto - direttore

Fondazione A.J. Zaninoni - Ente Morale

fondo di dotazione €2.582.284,50 - cf 95116380163

via Zambonate 33, 24122 Bergamo - tel 035/240907 - fax 035/3831903

e-mail: info@fondazionezaninoni.org - <http://www.fondazionezaninoni.org>

DELLA STESSA COLLANA:

- **L'EUROPA E IL LAVORO.** Flessibilità, diritti, tutele
- **IL LAVORO CAMBIA, IL WELFARE QUANDO?**
Parti a confronto
- **GENDER AUDITING DEI BILANCI PUBBLICI**
- **UNA GIORNATA CON RITA LEVI-MONTALCINI**
- **LA SOCIETÀ ITALIANA ALLA FINE DEL 2004**
presentazione del Rapporto annuale del Censis
sulla situazione sociale del Paese
- **LA SCIENZA E LA TECNOLOGIA,
CHIAVI DEL FUTURO DELL'EUROPA**
Linee guida per la politica di sostegno
alla ricerca dell'Unione.
Risoluzione del Parlamento europeo. Rapporto Locatelli
- **TESSILE: TRA PASSATO, PRESENTE E FUTURO**
- **NULLAFACENTI:** luogo comune o grave ingiustizia
nella pubblica amministrazione?
- **1957-2007. L'EUROPA COMPIE CINQUANT'ANNI.**
Realizzazioni e prospettive
- **DONNE IN POLE POSITION:**
il futuro è già cominciato?
- **TESSERE IL FUTURO:** guardare avanti e OLTRE...
- Finanza ed economia in crisi:
QUALE FUTURO PER IL CAPITALISMO?
- **LA CULTURA DEGLI EUROPEI DAL 1800 A OGGI**
- Superare la crisi:
UN PATTO GLOBALE PER L'OCCUPAZIONE,
predisposto dall'ILO
- **UN PAESE PER GIOVANI:** idee e proposte
- **DOPO LA CRISI.
RITORNA IL GOVERNO DELL'ECONOMIA?**
- **L'UNITÀ DELLE DIVERSITÀ.**
Tempi, luoghi, problemi di 150 anni di patria
- **COSA STA CAPITANDO AL MONDO?**
- **IL PROFETA DELLA CRISI: TRIBUTO A HYMAN
MINSKY**

*Finito di stampare
nel mese di dicembre 2012*