

LA CRISI ECONOMICA NEL 2009: ORIGINI ED EFFETTI

SILVIA D'AMARIO*

SOMMARIO

1. Introduzione. - 2. Cronografia e governo della crisi. - 3. Le origini della crisi.
- 3. Le origini della crisi. - 4. Le conseguenze. - 5. Conclusioni.

1. Introduzione

La grave crisi economica e finanziaria che ha investito le aree più sviluppate del mondo nel corso del 2009 va ricondotta ad alcuni eccessi dei mercati ed errori di politica economica. Si può ritenere, infatti, che il ruolo del libero mercato che ha favorito la tumultuosa crescita della finanza, abbia avuto una responsabilità notevole per il formarsi delle precondizioni della crisi. Distinguiamo, infatti, tra due tendenze che hanno caratterizzato i decenni recenti: la globalizzazione e la finanziarizzazione. La seconda porta la responsabilità dell'instabilità economica e della crisi. Per questo aspetto, vi è la necessità di un profondo cambiamento di rotta, nel senso di regole chiare, trasparenti e che si applichino a tutti gli operatori di mercato. La globalizzazione, viceversa, va distinta nelle sue due componenti: la crescita dell'interdipendenza economica mondiale, che riguarda la divisione internazionale del lavoro e comporta una spinta al miglioramento tecnologico e l'espansione internazionale dei mercati finanziari, che presenta aspetti positivi (relativi soprattutto ai movimenti di capitale a lungo termine) e negativi (relativi soprattutto ai movimenti di capitale a breve termine). Così, l'ostilità verso la fissazione di regole del gioco vincolanti per tutti, la sistematica sottovalutazione dell'incertezza, la fiducia cieca in meccanismi riequilibratori automatici del mercato (il mito della "mano invisibile"), la concezione del funzionamento

* INAIL - Direzione Generale - Consulenza Statistico Attuariale.

dell'economia adottata dal *Washington consensus*¹ e soprattutto il varo di alcuni provvedimenti che hanno accelerato l'abnorme e sregolato sviluppo dei mercati finanziari, in particolare quelli dei derivati², mentre creavano le condizioni favorevoli allo scoppio della crisi, favorivano un aumento della disuguaglianza nella distribuzione del reddito. Proprio per questo hanno condotto al crollo della Borsa che ha perso oltre il 50%, negli Stati Uniti come in Europa, tra il settembre 2007 e il febbraio 2009.

L'esplosione della crisi è innescata dalla bolla speculativa del mercato immobiliare statunitense e dal facile accesso al credito bancario, grazie al quale è stato possibile concedere mutui anche a persone con reddito basso o incerto (i cosiddetti "mutui-sub prime") che non forniva cioè le adeguate garanzie di rimborso, portando così ad un aumento delle insolvenze. Le perdite sui mutui, causate da un'impennata dei tassi di interesse e da un deprezzamento dei prezzi delle case, si sono trasferite sui titoli basati sui mutui e sui contratti di assicurazione sul rischio di mancato rimborso degli stessi, creando una forte contrazione della disponibilità del credito.

Si è parlato di una crisi a forma di V, in cui a una brusca discesa sarebbe seguita una rapida ripresa, con un punto di svolta continuamente annunciato come imminente. Tuttavia i più pessimisti, parlano di una crisi a forma di L, con il crollo seguito da una lunga fase di ristagno. I più prudenti, sottolineano la forte variabilità degli indicatori finanziari e congiunturali e la differenza tra paesi e aree economiche per sottolineare l'elevata incertezza su tempi e modalità di uscita dalla crisi e la possibilità di un andamento a W, con possibili riprese e ricadute di breve termine.

Come potenzialità di ampiezza e durata la crisi corrente si presenta potenzialmente più simile alla crisi del 1929 (la "Grande Crisi") che non alle ripetute, e pur importanti, crisi degli ultimi sessant'anni. D'altronde, anche allora la crisi economica si manifestò gradualmente, sia pur in crescendo, arrivando al culmine qualche anno dopo la crisi finanziaria.

1 *Washington consensus* è un'espressione, coniata nel 1989 dall'economista John Williamson per descrivere un insieme di 10 direttive di politica economica destinate ai paesi che si trovino in stato di crisi economica, e che costituiscono un pacchetto di riforme "standard" indicato da organizzazioni internazionali come il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale, entrambi aventi sede a Washington. L'espressione ha poi assunto anche un significato informale, identificando un insieme di politiche volte ad esaltare il ruolo del libero mercato a discapito dell'intervento dei governi nell'economia di un paese, secondo i dettami dell'orientamento neoliberalista.

2 "I «derivati» hanno creato guai gravi, ma negli anni passati hanno anche consentito alle banche americane di offrire mutui a famiglie recentemente immigrate alle quali le vecchie banche non avrebbero mai fatto credito. Queste famiglie hanno potuto acquistare una casa ed integrarsi più rapidamente nella società. Alcune di loro, una minoranza, oggi la perde, ma nel frattempo (grazie ai mutui con interessi differiti nel tempo) ha abitato gratis per alcuni anni: ora deve semplicemente restituire le chiavi".
Corriere della sera - L'altra faccia della crisi finanziaria, settembre 2008.

Molte cose sono cambiate, naturalmente, rispetto all'epoca della Grande Crisi. In particolare l'esperienza ha insegnato qualcosa sulle politiche economiche da evitare e su quelle da seguire.

L'effettiva durata della crisi dipenderà molto dalle scelte di politica economica. Gli interventi pubblici adottati finora, in campo monetario, finanziario e reale, hanno globalmente una portata mai vista in tempo di pace. Nonostante questo, il 2009 si è chiuso con un saldo di crescita nettamente negativo in tutte le aree più sviluppate del mondo. Inoltre, le politiche espansive adottate, implicano una forte espansione del debito pubblico e forti rischi per la stabilità monetaria.

2. Cronografia e governo della crisi

Stabilire la data d'inizio di una crisi finanziaria è un'impresa difficile. La scelta è arbitraria, dipende da cosa intendiamo per inizio della crisi. Si può partire dal giugno 2007, quando la borsa di Wall Street subisce i primi scossoni di una lunga serie; o dal settembre 2007, quando la situazione di crisi è per così dire ufficializzata dalla sostanziale nazionalizzazione di due colossi finanziari (Fannie Mae e Freddie Mac) che garantiscono metà dei mutui sulle case degli statunitensi. Se vogliamo andare alle origini, però, possiamo risalire ancora più indietro, al novembre 1999, quando il presidente Clinton ratifica un provvedimento (il Gramm³-Leach-Bliley Act) che alleggerisce drasticamente i controlli e i vincoli sul sistema finanziario statunitense. Queste misure accelerano l'abnorme e sregolato sviluppo dei mercati finanziari. La discesa delle quotazioni di Borsa avviene in modo irregolare, come sempre succede in questi casi, con tonfi come quello del lunedì nero, il 6 ottobre 2008, seguito nella stessa settimana da un quasi altrettanto fosco venerdì 10. Segue un declino più graduale e perfino qualche rimbalzo notevole o, più spesso, qualche accenno di timida ripresa, fino a quelli che da più parti vengono letti - con maggiore ottimismo nei trimestri centrali del 2009 - come segni di una inversione di tendenza. Sotto la superficie, però, difficoltà e rischi restano intatti; i cenni di ripresa delle quotazioni di Borsa non si accompagnano infatti a una netta ripresa dell'economia reale, dove la discesa dell'occupazione sembra continuare. La crisi è stata segnata da un elenco di salvataggi di grandi società finanziarie sull'orlo del crollo e di fallimenti. In alcuni casi, soprattutto all'inizio, gli interventi di salvataggio sono stati realizzati da altre società private; ma in ogni caso sono stati orche-

3 Il senatore Phil Gramm nella campagna presidenziale statunitense del 2008 è stato il principale consigliere economico di McCain; era anche candidato a ministro del tesoro nel caso di vittoria repubblicana; la sua campagna a favore della deregolamentazione è stata sostenuta da varie società finanziarie con lauti contributi elettorali, quasi 5 milioni di dollari.

strati dalle autorità pubbliche, in particolare dalle banche centrali, che spesso hanno anche fornito sostegni concreti. Tuttavia non è stato possibile evitare alcuni fallimenti clamorosi.

Naturalmente molto dipende anche dalle dimensioni dei potenziali “salvatori”. Gli Stati Uniti, grazie alle loro dimensioni economiche e al ruolo del dollaro nel sistema monetario internazionale, possono permettersi interventi che sono fuori della portata di altri paesi. Lo si è visto, *al contrario*, nel caso dell’Islanda: quando le autorità di politica economica hanno deciso di salvare le loro principali banche, è stato il paese tutto ad andare in crisi; la valuta è crollata, perdendo oltre il 60% in poche ore. Nei mesi successivi, grazie a vari interventi la situazione si è stabilizzata; tuttavia, dato che l’Islanda importa quasi tutto, anche una svalutazione pari solo al 10% comporta una perdita di potere d’acquisto per gli islandesi della stessa portata.

La crisi ha avuto inizio negli Stati Uniti. Da lì il contagio si è diffuso molto rapidamente nel resto del mondo: sia per quel che riguarda l’andamento delle borse, sia per quel che riguarda le difficoltà di società finanziarie piccole e grandi. La crisi ha travolto non solo l’Inghilterra, il cui sistema finanziario è simile a quello statunitense,⁴ ma pure i paesi dell’euro e il resto del mondo; anche la borsa russa è crollata, e in alcuni giorni è stata costretta a bloccare le contrattazioni per eccesso di ribasso.

Tutti sanno che in situazioni di questo tipo è inevitabile un intervento molto costoso, che sottrae risorse a finalità sociali, quali aiuti ai meno abbienti, finanziamenti all’istruzione o alla sanità, un piano per lo sviluppo dei paesi dell’area della povertà. Scongiurato il collasso del sistema finanziario causato da una crisi di liquidità, anche con fortissime immissioni di nuova moneta nel sistema e una serie di drastici ribassi dei tassi d’interesse (tra cui una concordata, con una mossa senza precedenti, tra le sei maggiori banche centrali l’8 ottobre 2008), le autorità di politica monetaria si trovano ora a gestire un restringimento delle dimensioni del settore finanziario. Di ampia portata, costosissimo per i privati come per il pubblico erario, cosparso di fallimenti di istituzioni finanziarie piccole e medie, il *retrenchment* è un cammino piuttosto lungo, che si concluderà solo quando saranno stabilite le nuove regole di cui ora si inizia a discutere: sulla vigilanza, sulla trasparenza, sui conflitti d’interesse, sulle norme contabili, sui requisiti di patrimonializzazione e più in generale sui vincoli alla dimensione della leva finanziaria.

Mentre procede la ristrutturazione del settore finanziario, fin dall’inizio del 2009 le autorità di politica economica si sono trovate ad affrontare un altro problema enorme e complesso: quello di una ristrutturazione del sistema monetario internazionale, di fronte a serissimi rischi di una crisi del debito che minaccia di travolgere vari paesi.

4 Almeno per quanto riguarda la situazione delle grandi banche. Nel complesso il sistema finanziario inglese appare più concentrato e meno differenziato di quello statunitense, quindi più fragile.

3. Le origini della crisi

La grave crisi economica e finanziaria che ha investito il panorama internazionale nel corso del 2009 ha avuto origini dalla bolla speculativa del mercato immobiliare statunitense e al facile accesso al credito bancario, grazie al quale è stato possibile concedere mutui anche a persone con reddito basso o incerto (i cosiddetti “mutui-sub prime”) che non forniva cioè le adeguate garanzie di rimborso, portando così ad un aumento delle insolvenze. Infatti, aiutati dalla liberalizzazione dei mercati finanziari, gli istituti di credito specializzati nella concessione di mutui immobiliari avevano sviluppato tecniche di *boundling* o impacchettamento: cioè avevano messo assieme vari mutui trattandoli come un unico attivo. Avevano poi trasferito questi pacchetti di mutui a società appositamente costituite (le cosiddette SIV, *Special Investment Vehicles*) e tenute fuori del proprio bilancio. A fronte del proprio attivo patrimoniale costituito dai mutui, queste società si sono indebitate emettendo prestiti obbligazionari (i cosiddetti CDO, *Collateralized Debt Obligations*) e hanno utilizzato i soldi così raccolti per trasferirli all’istituto di credito in pagamento del controvalore dei mutui. Le agenzie di certificazione hanno considerato relativamente moderato il rischio connesso a questi prestiti obbligazionari, sulla base della tesi che mentre per il singolo mutuo l’incertezza è notevole, per un ampio gruppo di mutui vale la legge dei grandi numeri. Su questa base si era poi sviluppata una complessa struttura di prodotti della finanza derivata: coperture assicurative, linee contingenti di liquidità, garanzie di riacquisto dei titoli al valore di emissione. In particolare, i contratti di assicurazione sul rischio di mancato rimborso dei mutui (i cosiddetti CDS, *Credit Default Swap*), considerati come contratti derivati, erano spesso emessi da società *monoline*, molto concentrate su quella linea d’affari e non sottoposte all’obbligo di accantonare riserve a copertura del rischio, come accade ad esempio per le normali assicurazioni sulla vita. Alle prime difficoltà, molte di queste società sono fallite non appena il rischio si è concretizzato: la copertura assicurativa è venuta meno proprio quando ce n’era bisogno.

In sostanza, vi è stata una sottovalutazione dei rischi su tutta la linea, dalla concessione originaria dei mutui fino ai contratti derivati sui CDO, con un’assoluta noncuranza per la possibilità di crisi ‘sistemiche’, che coinvolgono tutto il settore e non solo qualche operatore isolato. Se l’esperienza degli anni precedenti indicava che i mutui non rimborsati costituivano una piccola frazione del totale, e considerando che con la garanzia della casa si poteva recuperare una buona parte del mutuo, bastava creare una piccola quota di prestito subordinato e si era liberi di attribuire la restante quota a un prestito privilegiato, che poteva essere considerato altrettanto poco rischioso di un titolo di stato. Tuttavia, l’esperienza del passato non si spingeva abbastanza lontano: comprendeva solo anni relativamente tranquilli in cui i prezzi delle case non erano diminuiti. Inoltre, non teneva conto di un cambiamento strutturale nella situazione quale l’espansione della

quota dei mutui ‘ninja’⁵, fino a pochi anni fa praticamente sconosciuti. Quella dei dati da utilizzare nelle valutazioni di rischio è inevitabilmente almeno in parte una scelta arbitraria; tuttavia, l’applicazione automatica a quei dati di tecniche sofisticate di statistica e di matematica finanziaria ha finito con il far perdere di vista i limiti di questi esercizi e le cautele con cui ne vanno accolti i risultati, ammantandoli di una pretesa di oggettività che non potevano avere. Così, quando la crisi dei mutui immobiliari è esplosa, titoli valutati come sicuri si sono rivelati veri e propri titoli spazzatura.

Sono stati proprio questi titoli a fungere da anello nella catena di trasmissione della crisi, collegando il mercato dei mutui edilizi al settore finanziario in generale, dato che vari istituti di credito, non solo Freddie Mac e Fannie Mae, ne avevano emesso o acquistato quantità enormi. Tali istituti si sono trovati in una situazione di pesante difficoltà, spesso aggravata dalla stessa complessità delle tecniche di *bondling* che rendevano praticamente impossibile l’operazione inversa di *unbondling* (spacchettamento) che avrebbe permesso di limitare l’area del problema ai soli mutui ‘andati a male’, parte dei quali era inclusa nei CDO considerati sicuri. Inoltre, questi titoli sono trattati *over the counter*, cioè non in un mercato di tipo borsistico con una massa di acquirenti e venditori che assicurano una continuità di scambi, ma in un rapporto diretto tra venditore e acquirente. Di conseguenza, nei momenti di crisi si è scoperto quanto sia difficile stabilire una quotazione ‘oggettiva’ per i CDO, e ancor più per i CDS. Ai primi segni di difficoltà, le quotazioni di questi titoli sono crollate; anzi, praticamente nessuno ha più voluto acquistarli, con il risultato che chi li aveva in carico si è trovato d’improvviso con una parte non indifferente del proprio attivo totalmente illiquida. Fra l’altro, le maggiori banche commerciali e d’investimento detenevano quote significative dei mutui più rischiosi. Le perdite sui mutui, causate da un’impennata dei tassi di interesse e da un deprezzamento dei prezzi delle case, si sono trasferite sui CDO (*Collateralized Debt Obligations*), cioè i titoli obbligazionari basati sui mutui e sui CDS (*Credit Default Swap*), i contratti di assicurazione sul rischio di mancato rimborso dei mutui. Gli istituti che trattavano CDO e CDS hanno subito grosse perdite, creando una forte contrazione della disponibilità del credito.

5 Quelli rivolti alla categoria dei “No Income, No Job or Assets” (che non ha un lavoro, né un reddito né un patrimonio”).

GLI STRUMENTI DERIVATI

I derivati sono strumenti finanziari complessi, basati sull'utilizzo di tecniche matematiche sofisticate. Il loro valore deriva da quello delle attività sottostanti, quali valute, merci, titoli, crediti, indici finanziari, ecc. Sono nati per coprire le imprese da una serie di rischi legati alla loro attività, quali il rischio di cambio, quello di tasso di interesse, il rischio di oscillazione dei prezzi delle materie prime e si sono poi estesi ad altre aree quale quella del rischio di credito responsabile della crisi finanziaria di cui si sta trattando. Le principali categorie di derivati di base utilizzate sono:

- Gli swap
- I future
- I forward
- Le opzioni.

Gli swap: con questi contratti due contraenti possono scambiarsi un tasso di interesse fisso con uno variabile, un importo in una valuta con un importo in una valuta diversa. Ad esempio, un'impresa italiana che abbia esportato merci negli Stati Uniti con pagamento in dollari a sei mesi (periodo nel quale dovrebbe quindi affrontare il rischio che il dollaro si deprezzi nei confronti dell'euro) potrebbe cancellare tale rischio scambiando questo importo con quello di un'impresa statunitense che abbia esportato merci in un paese europeo con pagamenti in euro, sempre a sei mesi. I due contraenti normalmente non si conoscono ed ecco allora intervenire una banca o un'istituzione finanziaria che funge da intermediario.

I future: sono contratti (a termine) per l'acquisto o la vendita di quantità standardizzate di merci, di valute, di attività finanziarie, ad un prezzo ed ad una data futura prestabiliti. Sono trattati in borse specializzate, con l'apprestamento di una serie di strumenti di tutela per i contraenti.

I forward: sono contratti (a termine) che si caratterizzano per il fatto di essere stipulati fuori dai mercati regolamentati. Nel contratto forward i flussi di cassa, ovvero i pagamenti che vengono scambiati fra le due parti durante la vita del contratto, si manifestano alla scadenza, quando l'acquirente riceve il bene sottostante in cambio del prezzo concordato, ovvero le due parti si scambiano la differenza tra il prezzo di mercato dell'attività alla scadenza e il prezzo di consegna indicato nel contratto che, se positiva, sarà dovuta dal venditore all'acquirente e viceversa se negativa.

Le opzioni: consistono in un diritto, ma non in un obbligo, a comprare o a vendere un certo bene (ad esempio, un titolo azionario) ad un prezzo prefissato, entro o ad una certa data. Si distinguono "opzioni call", che danno il diritto di comprare un certo bene, da "opzioni put", che danno invece il diritto di vendere. Le opzioni presentano alcune caratteristiche specifiche, quali quella della perdita limitata - le perdite sono circoscritte alla somma pagata per acquistare l'opzione - mentre si può beneficiare di un elevato profitto potenziale legato all'andamento del titolo sottostante; la caratteristica della perdita limitata non si estende peraltro a tutti i tipi di derivati, anzi in alcuni casi tali perdite possono essere molto importanti - nonché quella dell'elevato potenziale di leva a fini speculativi - per ottenere cospicui profitti può bastare l'impiego di una somma di denaro relativamente ridotta.

Per fare un esempio, un'operazione di questo tipo prevede l'impegno ad acquistare azioni di una certa società A, ad una certa data e ad un dato prezzo, e il contemporaneo impegno a vendere azioni di un'altra società, B, nella stessa data e per lo stesso

ammontare. In questo modo non debbo anticipare soldi, a parte un margine minimo: mi assumo solo l'impegno a fare due operazioni di segno opposto (acquisto, con una opzione call, e vendita, con una opzione put) quando i due contratti arriveranno alla scadenza. Quel che di fatto sto facendo in questo modo è scommettere sul fatto che l'azienda A andrà meglio dell'azienda B rispetto a quanto ora si attende il mercato, qualsiasi cosa faccia in media il mercato nel suo complesso: la borsa può salire o scendere, la mia scommessa riguarda solo la differenza di andamento tra le due società. Quando arriva la scadenza, non è neppure necessario che io compri sul mercato le azioni B che ho promesso di vendere, né che mi faccia materialmente consegnare le azioni A per poi rivenderle: convenzionalmente, il contratto si conclude con la controparte che mi paga il mio margine di guadagno, se ho vinto la scommessa, o con il mio pagamento alla controparte del suo margine di guadagno, se la scommessa l'ho persa io.

Questo tipo di contratti può anche riguardare obbligazioni, permettendo di effettuare scommesse sull'andamento dei tassi d'interesse a lungo e a breve termine, indipendentemente dal fatto che i tassi d'interesse nel loro complesso salgano o scendano; o tra titoli di diversi paesi; o tra diversi tipi di obbligazioni (titoli pubblici, titoli di aziende primarie, titoli 'dubbi'); e così via. Posso ricorrere a contratti di questo tipo anche per assicurarmi contro il rischio di determinati eventi; ad esempio - e non è un esempio scelto a caso, dal momento che proprio questo è il motivo per cui molti enti locali, anche in Italia, si trovano oggi a dover affrontare pesanti contraccolpi della crisi - posso contrarre prestiti a tasso variabile, che in genere costano meno di quelli a tasso fisso, e utilizzare i contratti derivati per assicurarmi, sia pure con un certo costo, contro il rischio di un aumento dei tassi d'interesse.

Questi contratti possono essere assai utili, sia agli speculatori che possono specificare opportunamente le loro scommesse, sia agli operatori che desiderano coprirsi contro determinati rischi. Soprattutto, possono essere utilizzati per operazioni di arbitraggio, quando alcune variabili finanziarie risultano 'disallineate'. Ad esempio se il tasso d'interesse è del 4% in Europa e del 2% negli Stati Uniti, mentre il mercato valutario future dà un tasso di cambio euro-dollaro a un anno pari ai corsi attuali, mi conviene prendere a prestito tutto quello che posso negli USA al 2%, convertire seduta stante i dollari in euro, comprare titoli europei che rendono il 4%, e sempre contemporaneamente comprare un corrispondente ammontare di opzioni call sui dollari; poi non mi resta che aspettare, e dopo un anno (anzi prima, se com'è probabile altri arbitraggisti entrano in azione eliminando il 'disallineamento') incasso un guadagno del 2% sui fondi che sono riuscito a prendere in prestito; se ho agito con una leva finanziaria di 100 (1 dollaro di capitale per ogni 100 investiti), il mio guadagno sarà pari al 200% del mio capitale. Come si può ben immaginare, con un leverage elevato le operazioni di arbitraggio scattano anche per un disallineamento pari a una frazione di punto percentuale. Se si sommano le operazioni speculative, quelle di copertura e quelle di arbitraggio, scopriamo - come si è accennato sopra - che la finanza derivata ha assunto dimensioni enormi, pari a un multiplo del valore dei beni e servizi prodotti annualmente nel mondo.

Così, il mercato del credito ha rischiato di funzionare come quei giochi di carte in cui se ne cade una cadono tutte le altre di seguito. Proprio per evitare che accadesse questo, le autorità monetarie sono intervenute con decisione. Non potevano non farlo; ma il costo per le finanze pubbliche risulta sicuramente molto elevato.

4. Le conseguenze

Dal mercato finanziario la crisi si è immediatamente estesa agli altri comparti di borsa. Un forte effetto negativo sull'economia mondiale è stato esercitato dalla brusca riduzione del credito al commercio estero. Ne sono state colpite in particolare le imprese che già si trovavano in difficoltà, ma anche quelle che avevano in corso investimenti rilevanti o per qualsiasi altro motivo si trovavano con una forte esposizione finanziaria. Specie nelle fasi iniziali della crisi un forte effetto negativo sull'economia mondiale è stato esercitato dalla brusca riduzione del credito al commercio estero.

I TEORICI DEL PENSIERO ECONOMICO

La teoria mainstream pone l'accento sui cosiddetti "effetti ricchezza reale": dato che i consumi dipendono non solo dal flusso di reddito corrente ma anche dallo stock di ricchezza che abbiamo dietro le spalle, le famiglie che hanno subito perdite in borsa (direttamente o indirettamente, ad esempio in quanto detentrici di quote di fondi d'investimento o di fondi pensione) sono indotte a diminuire i loro consumi. Per i keynesiani invece l'elemento che presumibilmente segnerà la crisi, generando una fase di ristagno che potrà rivelarsi abbastanza prolungata, è costituito dal peggioramento del clima economico e dall'effetto negativo che questo ha sugli investimenti. Infatti gli imprenditori investono solo se pensano di poter vendere quel che produrranno: quando le previsioni sulla domanda volgono al peggio, i progetti di investimento sono destinati a restare nel cassetto. Gli investimenti sono la componente più variabile del reddito nazionale, o quanto meno sono assai più variabili dei consumi; la loro caduta ha poi effetti moltiplicativi: provoca un calo dell'occupazione che implica minori redditi da lavoro dipendente e di conseguenza anche minori consumi. Per gli economisti post-keynesiani si aggiunge un altro elemento: la crescente disegualianza nella distribuzione del reddito, che è stata favorita dalla finanziarizzazione dell'economia, comporta un calo (o, se va bene, un rallentamento della crescita) della domanda per consumi, che contribuisce a generare una tendenza al ristagno. Questo elemento secondo alcuni ha avuto un ruolo importante nella crisi del 1929 e - nonostante l'elevato livello della propensione al consumo statunitense - potrebbe avere un peso anche nella situazione attuale. Il cammino che porta dalla crisi finanziaria statunitense alla crisi economica internazionale è collegato a un altro problema ben noto da tempo, ma che i responsabili della politica economica statunitense hanno trovato conveniente ignorare. Si tratta del duplice squilibrio della bilancia dei pagamenti e del bilancio pubblico statunitensi, che si sono accumulati nel tempo portando l'indebitamento interno e quello verso l'estero ad assumere proporzioni mastodontiche. A questo si aggiunge una propensione al risparmio delle famiglie statunitensi pressoché nulla, con un debito privato anch'esso di ampie dimensioni (non solo per investimenti immobiliari, ma anche per consumi, tanto da far temere come prossima una crisi delle carte di credito). Nel complesso, il paese più ricco del mondo, gli Stati Uniti, ha consumato per anni più di quanto ha prodotto.

In tutti i paesi si segnala un forte aumento della disoccupazione tra il 2008 e il 2009; il tasso di disoccupazione ha superato il 9% nell'Unione Europea, con punte di quasi il 20% in Spagna, dove la quota degli occupati nell'edilizia è maggiore che altrove. Il rallentamento dell'occupazione andrebbe studiato anche nei suoi effetti di scoraggiamento sui tassi di attività, specie relativi alle fasce di età giovanili e alle donne. In ogni caso, è prevedibile che, anche quando la discesa di reddito e produzione si arresterà, gli effetti negativi della crisi dell'occupazione continueranno a farsi sentire per lungo tempo. Fra l'altro, nelle fasi di ristagno produttivo all'interno delle imprese si forma una riserva di guadagni di produttività non sfruttati, che nel momento della ripresa comporterà ritardi e minore forza per la crescita dell'occupazione.

La mancata crescita del reddito e dell'occupazione comporta perdite anche in prospettiva, a causa dell'influenza che l'andamento di queste variabili esercita sulla produttività, tramite i vari fenomeni di *learning by doing* (apprendere facendo). A sua volta, la minore crescita della produttività comporta una minore crescita del reddito pro capite, quindi del benessere dei cittadini.

Il commercio mondiale è diminuito dell'11,3 per cento, il peggior risultato dalla fine della Seconda Guerra Mondiale. Parimenti, il prodotto lordo mondiale è calato dello 0,6 per cento, segnando per la prima volta dal 1960 una flessione.

Più nello specifico, per gli Stati Uniti, dove la crisi ha avuto origine ma dove appare più veloce la ripartenza del ciclo economico, il 2009 si è chiuso con una diminuzione del PIL del 2,4 per cento, la produzione industriale è diminuita del 9,3 per cento, il tasso di disoccupazione si è stabilizzato intorno al 9 per cento (il doppio rispetto al livello raggiunto nel 2007). Preoccupano i conti pubblici federali, appesantiti da un deficit in rapida espansione. La Federal Reserve ha in ogni caso mantenuto una politica monetaria estremamente generosa, data l'assenza di tensioni sui prezzi, per agevolare la ripresa.

In generale l'Asia si è confermata come l'area più dinamica del globo, dove si continua a registrare ogni trimestre un'impetuosa crescita, alimentata da avanzi commerciali strutturali e da una imbattibile competitività del lavoro, che sostiene le quotazioni di tutte le materie prime, dai metalli alle fonti di energia e alle derrate agricole. La crisi in Cina ha avuto per il 2009 come sola conseguenza una crescita del PIL ad una sola cifra (9,1%) anziché due, ma già alla fine del 2009 è tornata ai ritmi precedenti; la banca centrale cinese sta tentando di raffreddare gradualmente l'economia restringendo il credito per evitare nuove bolle speculative. Il Giappone, invece, nel 2009 è stato caratterizzato da una fortissima contrazione della produzione industriale (-21,3%), e da un calo del 5,2 per cento del PIL, acuito dalla deflazione in atto (i prezzi al consumo sono scesi mediamente dell'1,4%, con una punta massima del -2,5% a ottobre). La disoccupazione si è attestata intorno al 5 per cento. Il quadro rimane comunque debole, seppure in timida ripresa, anche perché lo yen si è rafforzato rendendo meno competitive le esportazioni.

In India il PIL è cresciuto del 5,7 per cento (6,4% nel 2008), in accelerazione a fine anno.

Nell'Area Euro è proseguita la fase di contrazione (-4,1%), con una domanda interna sempre molto debole, prezzi quasi fermi (+0,3%) e una disoccupazione che è salita al 9,4 per cento. Molti governi europei nel 2009 hanno varato manovre straordinarie di sostegno alla domanda, sia per mezzo di incentivi fiscali (spesso legati a innovazioni tecnologiche mirate a una maggiore efficienza energetica) che di fondi pubblici, nonché garanzie a favore di banche e industrie in difficoltà, sostegni al reddito per i lavoratori in esubero o espulsi dal mercato del lavoro; questo ha determinato una impennata del debito pubblico nei vari Paesi membri. L'unica nota positiva è una certa ripresa delle esportazioni, dovuta anche alla debolezza del tasso medio di cambio dell'euro verso il dollaro.

In Italia, il quadro congiunturale del 2009 è stato ancora più debole che nel resto dell'Europa, con un rallentamento sia della domanda interna che estera. L'anno si è chiuso con un PIL in flessione del 5 per cento (il maggiore calo da quando esiste la serie storica), i prezzi al consumo sono aumentati dello 0,8 per cento, la produzione industriale è crollata del -18,4 per cento, mentre il tasso di disoccupazione è salito di un punto percentuale rispetto al 2008 (dal 6,8% al 7,8%).

Indicatori economici (variazioni percentuali)	2007	2008	2009
USA			
PIL	2,1	0,4	-2,4
Prezzi al consumo	2,9	3,8	-0,4
Produzione industriale	2,7	-3,3	-9,3
Tasso di disoccupazione	4,6	5,8	9,3
GIAPPONE			
PIL	2,4	-1,2	-5,2
Prezzi al consumo	0,1	1,4	-1,4
Produzione industriale	2,8	-3,2	-21,3
Tasso di disoccupazione	3,9	4,0	5,1
CINA			
PIL	14,2	9,6	9,1
Prezzi al consumo	4,8	5,9	-0,7
Produzione industriale	18,5	12,9	11,0
Tasso di disoccupazione (a)	4,0	4,2	4,3
AREA DELL'EURO			
PIL	2,7	0,6	-4,1
Prezzi al consumo (b)	2,1	3,3	0,3
Produzione industriale	3,7	-1,7	-15,1
Tasso di disoccupazione	7,5	7,6	9,4
ITALIA			
PIL	1,5	-1,3	-5,0
Prezzi al consumo (b)	2,0	3,5	0,8
Produzione industriale	1,8	-3,5	-18,4
Tasso di disoccupazione	6,1	6,8	7,8

Fonti: FMI, OCSE, EUROSTAT, ISTAT.

(a) Relativo solo alla popolazione urbana: stima settembre 2009.

(b) Indice armonizzato dei prezzi al consumo Eurostat (per l'Italia indice IPCA).

Gli effetti reali della crisi internazionale sull'economia italiana si sono manifestati primariamente attraverso un netto calo della domanda, soprattutto nei comparti manifatturieri più propensi all'esportazione ed in quelli dei beni strumentali. Questo calo si è poi trasmesso al resto dell'economia per gli intensi legami di subfornitura che caratterizzano il sistema produttivo italiano e per il progressivo irrigidimento delle condizioni di concessione del credito da parte delle banche. Le imprese hanno reagito alla crisi innanzitutto contenendo i costi e comprimendo i margini di profitto. In un numero significativo di casi sono state adottate anche strategie di diversificazione dei mercati di destinazione dei beni, cercando di puntare su nicchie di mercato più stabili, caratterizzate da una più elevata varietà e qualità dei prodotti. Il calo della domanda e della produzione ha costretto molte imprese dell'industria e dei servizi a ridimensionare l'input di lavoro. Nel quarto trimestre del 2009 la perdita di posti di lavoro, al netto dell'incremento dei lavoratori stranieri, è risultata di oltre mezzo milione di occupati rispetto a un anno prima, la maggior parte dei quali relativi a lavoratori a tempo determinato. È aumentato notevolmente il ricorso a tutte le forme di flessibilità disponibili e in particolare, per le imprese industriali, si è concretizzato nella riduzione delle ore lavorate, nel blocco dei rinnovi dei contratti a termine e, nelle situazioni di maggiore difficoltà, nel ricorso alla CIG (inclusa quella concessa in deroga, oltre all'ordinaria e alla straordinaria). I dati sul PIL, disponibili a fine 2009, delineano un quadro eccezionalmente negativo, inedito nel confronto storico. Dall'inizio dello scorso anno il prodotto interno lordo italiano è calato del 5 per cento, un risultato assai peggiore di quello registrato nelle più gravi recessioni del dopoguerra (nel "1974-75" e nel "1992-93") e si è così riportato sul livello di inizio decennio. L'eccezionale contrazione del PIL riflette principalmente quella del valore aggiunto dell'industria in senso stretto a fronte di riduzioni più contenute, ma comunque inusuali nell'arco dell'ultimo sessantennio, nel terziario e nelle costruzioni.

Nel confronto storico il grado di diffusione della crisi del 2009 risulta decisamente pronunciato: la quota dei settori industriali che stanno attraversando una fase flettente è maggiore di quelle rilevate sia nella crisi del "1974-75" sia soprattutto nella recessione dei primi anni "novanta".

LE CRISI ITALIANE DEL DOPOGUERRA

“Il preludio alla crisi del 1974: l’impennata del prezzo del petrolio”:

- Ottobre 1973 scoppia la “Guerra del Kippur”: Israele viene attaccato da Egitto e Siria.
- I Paesi Arabi appartenenti all’OPEC, per punire l’Occidente e la sua politica filo-israeliana, bloccano le proprie esportazioni di petrolio.
- Il prezzo del petrolio nel corso degli ultimi mesi del 1973 quadruplica causando così la crisi.

“La crisi monetaria del 1992: drastica caduta dell’occupazione”:

- Le valute europee sono ancorate al marco tedesco.
- Conflitto di obiettivi tra politica economica tedesca e resto d’Europa.
- L’Italia necessitava di una politica espansiva (riduzione dei tassi d’interesse per aumentare le esportazioni).
- L’Italia nel 1992 esce dallo SME.

La crescita degli anni ‘60-70 subisce una brusca frenata a causa della crisi petrolifera ed energetica (1974) che impone la necessità di una ristrutturazione con conseguente diminuzione degli occupati.

Negli anni ‘80 ci troviamo di fronte ad un processo di ristrutturazione aziendale, dovuto soprattutto al mutamento delle materie prime impiegate. Si assiste così ad un ridimensionamento dell’occupazione nell’industria e crescita dell’occupazione nei servizi. Il mercato del lavoro si presenta sempre più segmentato tra regioni che presentano eccesso di offerta di lavoro e regioni in cui si assiste al fenomeno opposto. Inoltre in questo periodo il sistema delle relazioni industriali italiano si trova a dover fronteggiare numerosi problemi legati sia all’elevata dinamica del costo del lavoro e dei salari, sia alla forte crescita dei tassi di disoccupazione. Obiettivo fondamentale diventa quello di ridare elasticità al mercato e operare un contenimento della disoccupazione. Oltre a ciò, una caduta dell’attività d’investimento, che può essere attribuita sia alla crisi economica determinata dagli shock petroliferi, sia della stretta monetaria attuata contro l’inerzia inflazionistica, caratterizza i primi anni del decennio. Successivamente si registra un nuovo ciclo di investimenti che favorisce la progressiva ripresa occupazionale.

Il dato che differenzia maggiormente le crisi è quello relativo all’occupazione. Le ragioni di tale diversità sono riconducibili al fatto che nella crisi del “1974” lo Stato interviene attivamente attraverso un uso generoso di ammortizzatori sociali e Cassa integrazione, mantenendo così “artificialmente” i lavoratori occupati. Nel “1992” il calo dell’occupazione non trova validi elementi di compensazione nell’azione pubblica: il ricorso alla Cassa Integrazione e agli altri strumenti di ammortizzazione sociale è più limitato che nel passato. Inoltre il maggior grado di apertura alla concorrenza internazionale fa sì che anche i servizi comincino a manifestare i primi segnali di difficoltà occupazionale.

Nella crisi del '92-'93, a fronte di una forte caduta degli occupati (-5% circa), i livelli del PIL registrano un decremento più contenuto (-1,5%). Il calo dell'impiego di lavoro nell'economia ha sopravanzato nettamente la flessione dell'attività produttiva. Al contrario, durante la crisi attuale, ad una seppur significativa contrazione degli occupati consegue una drastica diminuzione del PIL (-5%).

L'Italia, similmente agli altri paesi avanzati, ha risentito nel corso del 2009 del crollo della domanda mondiale in modo intenso e immediato. Le caratteristiche del sistema produttivo italiano, le sue antiche debolezze e i più recenti sforzi di modernizzazione, determinano un cammino peculiare per il nostro Paese. La recessione in molti suoi aspetti è da noi più pesante e interrompe un lungo periodo di quasi stagnazione; colpisce il nostro sistema di imprese nel mezzo di un processo di ammodernamento e ristrutturazione, avviatosi all'inizio del decennio per far fronte ai notevoli cambiamenti tecnologici e di mercato intervenuti negli ultimi vent'anni; solleva importanti interrogativi sulla capacità del nostro paese di reagire e riprendere il cammino di modernizzazione intrapreso, creando le premesse per un ritorno alla crescita che, diversamente dal passato, non potrà più dipendere solamente o principalmente dalla forza della domanda mondiale o, ancor meno, dal deprezzamento del cambio.

5. Conclusioni

L'idea che la crescita economica segua un sentiero di equilibrio di lungo periodo è quindi un'illusione tipica di chi vede il problema economico come un problema di scarsità, con la teoria economica volta a determinare le condizioni di equilibrio tra domanda e offerta. Solo da questo punto di vista la 'congiuntura' può essere considerata come un problema di deviazioni dal sentiero ottimale, che possono verificarsi in una direzione come nell'altra, verso una crescita 'troppo lenta' come verso una crescita 'troppo rapida'. Di fatto, la 'congiuntura' contribuisce a determinare l'andamento economico nel lungo periodo: un buon ritmo di investimenti crea capacità produttiva e favorisce il progresso tecnico. Possiamo così avere fasi di crescita o di ristagno, o addirittura di declino, i cui effetti cumulativi possono essere enormi.

All'interno di un generale orientamento espansivo, vi sono varie scelte da compiere; ognuna ha qualche vantaggio e qualche controindicazione. Un sostegno a favore dei consumi può essere ottenuto con sussidi alle famiglie, con riduzioni del prelievo fiscale sulle famiglie, con riduzioni delle imposte indirette sui beni di consumo. Per avere effetti significativi in una situazione di crisi pesante, gli interventi sui consumi dovrebbero essere di dimensioni molto ampie. Dovrebbero inoltre essere strutturati in modo tale da favorire i meno abbienti, non solo per motivi di equità, che di per sé già sarebbero decisivi, ma anche per ragioni di efficacia. Infatti, la teoria economica indica che uno spo-

stamento di risorse dai più abbienti ai meno abbienti è favorevole alla crescita dei consumi, dato che i poveri spendono una proporzione maggiore del proprio reddito rispetto ai ricchi. Un aumento dei consumi sarebbe utile come stimolo agli investimenti, ma rischia di andare almeno in parte a vantaggio delle importazioni e non solo della produzione interna. Certo, le importazioni di un paese sono esportazioni per gli altri paesi, e misure di rilancio dei consumi adottate in modo coordinato da vari paesi hanno un effetto espansivo su tutti. Per la distribuzione dei vantaggi, però, conta molto la competitività di ciascun paese: un terreno sul quale l'Italia mostra segni preoccupanti di crescente deterioramento relativo, e che quindi richiede misure di rilancio *ad hoc*. Ancora più utile sarebbe una espansione degli investimenti pubblici in ricerca e nello sviluppo di nuove tecnologie, che invece sembrano - in Italia e non solo - le prime vittime, assieme alle spese per l'istruzione pubblica, delle politiche di contenimento della spesa. In particolare l'economia italiana, che pure ha subito l'impatto della crisi finanziaria in modo meno forte dei paesi anglosassoni o con struttura finanziaria simile alla loro, ha invece risentito in misura forte della crisi economica; ciò va collegato al fatto che l'Italia mostra ormai da anni una dinamica della produttività sistematicamente inferiore a quella degli altri paesi dell'Unione Europea, prefigurando un declino relativo di lungo periodo del nostro sistema economico.

Gli interventi principali comunque dovrebbero essere di tipo istituzionale, per gettare fin da ora le basi per una minore fragilità dell'economia di mercato. I temi da affrontare riguardano fra l'altro la regolamentazione finanziaria, la riforma del sistema monetario internazionale, le politiche della concorrenza, la tutela dell'ambiente. La necessità di una regolamentazione dell'attività finanziaria è ormai chiara. Il sistema monetario internazionale è stato anch'esso all'origine della formazione di squilibri che hanno svolto un ruolo importante nel determinare la crisi. Quando si parla di una 'nuova Bretton Woods', ci si riferisce appunto alle regole di funzionamento del sistema monetario internazionale concordate nel 1944, che hanno favorito lo sviluppo delle relazioni economiche internazionali, e quindi lo sviluppo economico mondiale, fino alla crisi del 1973. Dopo alcuni tentativi di rimettere in piedi un sistema monetario basato su cambi fissi, si è passati - con grande gioia anche in questo caso dei liberisti - a un sistema di cambi liberamente fluttuanti. L'instabilità ne è risultata accresciuta; inoltre, il fatto che il dollaro fosse comunque di fatto rimasto la valuta al centro del sistema ha permesso il protrarsi di una situazione deficitaria della bilancia dei pagamenti statunitense. Lo squilibrio si è accentuato nell'ultimo decennio; i paesi in attivo (come la Cina) hanno accumulato riserve gigantesche in dollari. Come si è già accennato, la gestione di tali riserve è stata in parte affidata a fondi d'investimento sovrani, che per le loro dimensioni, per la commistione di elementi politici ed economici nelle loro scelte, per la loro scarsissima trasparenza, rischiano di condizionare in modo pesante le relazioni

economiche internazionali e di distorcere il funzionamento dei mercati, allontanandoli dalle normali condizioni di concorrenza. Proprio per questo, se si vuole ridurre la fragilità del sistema finanziario internazionale i problemi della riforma del sistema monetario internazionale non possono essere disgiunti da quelli di regolamentazione della finanza. Quel che preoccupa, piuttosto, è la lentezza con cui si sta procedendo su questo fronte, oltre che la resistenza al cambiamento da parte sia degli interessi che verrebbero duramente colpiti dalla regolamentazione sia dei fortissimi residui ideologici e culturali del *Washington consensus*.

RIASSUNTO

La crisi del 2009 ha avuto inizio come crisi finanziaria, ma ben presto ha finito per incidere anche sull'economia reale, in modo tale da rendere ragionevoli i richiami alla "Crisi del '29", pur con tutte le differenze. Il 2009 si è chiuso con un saldo di crescita nettamente negativo in tutte le aree più sviluppate del mondo. L'Italia, similmente agli altri paesi avanzati, ha risentito nel corso del 2009 del crollo della domanda mondiale in modo intenso e immediato. Nel confronto storico il grado di diffusione della crisi del 2009 risulta decisamente pronunciato: la quota dei settori industriali che hanno attraversato una fase flettente è maggiore di quelle rilevate sia nella crisi del "1974-75" sia soprattutto nella recessione dei primi anni "novanta". I dati sul PIL, disponibili a fine 2009, delineano un quadro eccezionalmente negativo, inedito nel confronto storico. Dall'inizio dello scorso anno il prodotto interno lordo italiano è calato del 5 per cento, un risultato assai peggiore di quello registrato nelle più gravi recessioni del dopoguerra (nel "1974-75" e nel "1992-93") e si è così riportato sul livello di inizio decennio. L'eccezionale contrazione del PIL riflette principalmente quella del valore aggiunto dell'industria in senso stretto a fronte di riduzioni più contenute, ma comunque inusuali nell'arco dell'ultimo sessantennio, nel terziario e nelle costruzioni. La recessione in molti suoi aspetti è da noi più pesante e interrompe un lungo periodo di quasi stagnazione; colpisce il nostro sistema di imprese nel mezzo di un processo di ammodernamento e ristrutturazione, avviatosi all'inizio del decennio per far fronte ai notevoli cambiamenti tecnologici e di mercato intervenuti negli ultimi vent'anni; solleva importanti interrogativi sulla capacità del nostro paese di reagire e riprendere il cammino di modernizzazione intrapreso, creando le premesse per un ritorno alla crescita che, diversamente dal passato, non potrà più dipendere solamente o principalmente dalla forza della domanda mondiale o, ancor meno, dal deprezzamento del cambio.

SUMMARY

The crisis in 2009 began as a financial crisis, but its effects soon spread to the real economy, to the extent where it was even compared to the “Great Depression of 1929”, although naturally with a number of differences. The year 2009 came to a close with a significantly negative growth rate in all of the most developed areas of the world. Italy, as all the other developed countries, was immediately severely hit by the collapse in worldwide demand during the year 2009. In comparing it to other historical events, the level of permeation of the 2009 crisis is extremely prominent: the percentage of industries that registered a downward trend is higher than those during the “1974-75” crisis and even more so than the recession in the early “nineties”. The GDP data available at the end of 2009 present an exceptionally negative trend, abnormal by historical standards. Since the beginning of last year, the Italian Gross Domestic Product fell by 5 percent, a result which is far worse than that recorded in the most severe post war recessions (in “1974-75” and “1992-93”) and this was carried forward to mark the start of the new decade. The exceptional reduction in GDP mainly reflects the value added of industry in the strictest sense and more moderate decreases, but still unusual, over the last sixty years, in the services and construction sectors. Many aspects of the recession are more serious in our country and break a long period of near stagnation; it has affected our business system right in the middle of a modernisation and restructuring process which began earlier in the decade to cope with the significant technology and market changes that have occurred over the last two decades; it also raises important questions concerning the ability of our country to respond and continue along the route of modernisation, creating the conditions for a return to growth which, unlike in the past, can no longer solely or primarily depend on the strength of world demand or, even less so, on currency exchange depreciation.

BIBLIOGRAFIA

BANCA D'ITALIA: *Relazione annuale*, 2009, Roma.

- -: *La crisi internazionale e il sistema produttivo italiano: un'analisi su dati a livello di impresa. Questioni di Economia e Finanza*, di MATTEO BUGAMELLI, RICCARDO CRISTADORO e GIORDANO ZEVI, 2009.

CASTELLANI G., DE FELICE M., F. MORICONI: *Manuale di finanza*, il Mulino, Bologna, 2005-2006, (vol. 1, 2005, *Tassi d'interesse. Mutui e obbligazioni*; vol. 2, 2005, *Teoria del portafoglio e mercato azionario*; vol. 3, 2006, *Modelli stocastici e contratti derivati*; vol. 4, in pubblicazione, *Mercati e intermediari. Principi di valutazione, regolamentazione dei rischi*).

CER: *Rapporto n. 1/2010 e Rapporto n. 2/2010*.

EUROSTAT: *Structural indicators*, maggio 2010.

FMI: *World Economic Outlook Database*, aprile 2010.

ISTAT: *Serie storiche: Industria e Servizi; Conti Economici trimestrali; Prezzi al consumo; Lavoro*, giugno 2010.

MONTANARO E., TONVERONACHI M.: *Il secondo pilastro di Basilea 2. Prove di stress per le banche o per la vigilanza?*, Banca impresa società, 2009a, vol. 28 n. 1, pp. 71-91.

- -: *Rischio di liquidità, crisi bancarie e regolamentazione: nuove prospettive*, in *Banche e sistema finanziario: vecchie questioni e problematiche attuali. Saggi in onore di Francesco Cesarini*, Il Mulino, Bologna, 2009b, pp. 83-101.

OCSE: *Economic Outlook n. 87*, maggio 2010.

PEROTTI R.: *Economisti alla sbarra, ecco l'atto di accusa*, *Il Sole 24 Ore*, 2009, 27 maggio.

PETRINI R.: *Processo agli economisti*, Chiarelettere, Milano, 2009.

RONCAGLIA A.: *Il mito della mano invisibile*, Laterza, Roma-Bari, 2005.

- -: *Piero Sraffa*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 2009a.