

UNIVERSITA' DEL PIEMONTE ORIENTALE  
DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA E SCIENZE  
POLITICHE, ECONOMICHE E SOCIALI

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN SOCIETA' E  
SVILUPPO LOCALE

TESI DI LAUREA

**ECONOMIA DELLA NARRAZIONE:  
BOOM E CONTRAZIONI DEL MERCATO  
IMMOBILIARE**

Relatore:

Chiar.mo Prof. Marco Novarese

Correlatore:

Chiar.mo Prof. Carluccio Bianchi

Candidata:

Dott.ssa Rebaudengo Martina

ANNO ACCADEMICO 2022/2023



UNIVERSITA' DEL PIEMONTE ORIENTALE  
DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA E SCIENZE  
POLITICHE, ECONOMICHE E SOCIALI

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN SOCIETA' E  
SVILUPPO LOCALE

TESI DI LAUREA

**ECONOMIA DELLA NARRAZIONE:  
BOOM E CONTRAZIONI DEL MERCATO  
IMMOBILIARE**

Relatore:

Chiar.mo Prof. Marco Novarese

Correlatore:

Chiar.mo Prof. Carluccio Bianchi

Candidata:

Dott.ssa Rebaudengo Martina

ANNO ACCADEMICO 2022/2023



A te che mi spazzolavi i capelli da bambina,  
mio complice, sostenitore e orgoglio.

A tutti i nostri ricordi insieme.,

ciao Nonno.



# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>8</b>
<b>CAPITOLO 1</b> .....	<b>9</b>
1.1 Premessa .....	9
1.2 Dibattito sul metodo.....	9
1.3 l'Economia Classica .....	10
1.4 La scuola socialista.....	16
1.5 La teoria economica nel corso della storia.....	18
1.6 Gli anni Venti e la crisi del '29.....	22
1.7 Il new Deal e l'influenza di Keynes .....	26
1.7.1 La teoria keynesiana .....	27
1.8 Le teorie post-keynesiane .....	29
1.9 Il neoliberismo .....	32
1.10 Il dibattito contemporaneo.....	34
<b>CAPITOLO 2</b> .....	<b>37</b>
2.1 La nascita dell'economia comportamentale .....	37
2.2 La nascita dell'economia comportamentale .....	47
2.3 La contabilità mentale .....	52
2.4 L'economia comportamentale e l'economia classica .....	54
<b>CAPITOLO 3</b> .....	<b>58</b>
3.1 Premessa .....	58
3.2 Gli indicatori del settore immobiliare: l'indice dei prezzi Case-Shiller e l'indice delle vendite NAHB.....	59
3.3 La ristrutturazione del mercato immobiliare.....	64
3.4 Lo scoppio della bolla immobiliare nel 2007 .....	71
3.5 Lo sviluppo della crisi americana a livello internazionale .....	75
3.6 Lo sviluppo della crisi americana a livello europeo .....	76
3.7 Lo scenario italiano.....	78
<b>CAPITOLO 4</b> .....	<b>82</b>
4.01 Shiller e la nascita dell'economia della narrazione.....	82
4.02 Contagio, costellazioni e confluenze .....	86
4.03 Boom e contrazioni del mercato immobiliare .....	87
<b>Bibliografia:</b> .....	<b>89</b>

## INTRODUZIONE

Nel corso dell'elaborato sono esposte le cause che portarono allo scoppio della crisi economico-finanziaria del 2008 interconnettendo il mercato americano con quello italiano. Con l'escursus storico della Grande Depressione del '29, alle bolle del mercato immobiliare della metà del '900 fino alla grande recessione.

Il primo capitolo fornisce un inquadramento generale su quella che è la teoria economica dal XVII al XX secolo mettendo in luce la chiara rivoluzione Keynesiana. Fino agli anni '70.

Il secondo capitolo vede la descrizione dell'economia comportamentale, utile nell'affiancamento della teoria economica tradizionale per la lettura dell'andamento economico con i suoi principali esponenti.

Nel terzo capitolo si descrivono le fasi dell'andamento del mercato immobiliare dagli inizi del '900 alla sua ristrutturazione fino allo scoppio della bolla immobiliare americana del XXI secolo. Il capitolo ingloba anche lo scenario Italiano relativo al mercato immobiliare.

Il quarto capitolo è incentrato sull'economista R. J. Shiller padre della neonata economia della narrazione.

# CAPITOLO 1

## Dall'Economia Classica alle correnti economiche del '900

### 1.1 Premessa

Questo primo capitolo pone l'attenzione sulle principali scuole di pensiero economico, effettuando un excursus per tracciare il perimetro di appartenenza storico-sociale delle varie idee esposte, citando alcuni dei più brillanti economisti dei vari filoni di pensiero che si sono susseguiti nel corso dal XVIII al XX secolo. Un punto di svolta nella materia economica è rappresentato dalla rivoluzione Keynesiana, la quale rappresenta il primo vero cambiamento nella scuola di pensiero economista, con l'applicazione delle prime politiche interventiste, fino agli anni '70 con le politiche neolibériste e il conseguente cambiamento del paradigma dell'homo economicus.

### 1.2 Dibattito sul metodo

La realtà economica e la scienza economica sono interconnesse e il variare di una ne determina un cambiamento nell'altra. Si può dire che la scienza economica sia utile per aumentare la presa umana sulla realtà, compiendo un'indagine retrospettiva sui fatti storici sedimentati e restituendone una visione più limpida possibile per leggere al meglio il futuro. Questo dualismo fa sì che l'economia sia vicina sia alle scienze matematiche e sia alle scienze morali, creando il da sempre aperto dibattito sul tema.

La scienza economica detiene un suo metodo per l'analisi delle realtà empiriche suddivisibile in tre macrocategorie:

- Elementi teorico-analitici;
- Elementi stilizzati dei fatti economici (elementi teorico-fattuali);

- Elementi di politica economica (elementi teorico-normativi)<sup>1</sup>;  
*“Non abbiamo che volgere uno sguardo alla storia dello spirito umano per riconoscere che in ogni ordine di discipline questi sono i due problemi dei quali singolarmente si compiace ed intorno ai quali con particolare predilezione e con raddoppiata energia si travaglia il pensiero scientifico nelle epoche critiche del suo svolgimento”*<sup>2</sup>.

Il problema del metodo scientifico si evidenzia con il crollo della borsa di Wall Street nel 1929, che mise in chiaro la necessità di un metodo per l’analisi della realtà capace di cogliere i problemi nell’immediato in cui essi si verificano.

*“Che attualmente, oltre ad una crisi economica, sia in svolgimento altresì una crisi della scienza economica è affermazione che si può cogliere sulle labbra e negli scritti di molti. Ma precisare in che cosa esattamente consista tale crisi non è facile”*<sup>3</sup>.

In sintesi, si può dire che la scienza economica sia rappresentata dall’insieme di una moltitudine di teorie e modelli differenti, facendo riferimento alle precedenti tre macrocategorie sul metodo dell’analisi empirica, i quali utilizzando strumenti differenti aiutano a governare la realtà economica.

### **1.3 l’Economia Classica**

Dal XVIII al XIX secolo l’Economia Classica si sviluppa e si definisce con l’insieme di studi appartenenti alla scuola denominata appunto classica, la quale focalizza l’attenzione su quei fenomeni economici particolarmente dinamici che caratterizzarono il periodo della rivoluzione industriale. In un contesto storico di affermazione del capitalismo, il principale focus degli economisti era spiegare lo

---

<sup>1</sup> Alberto Quadrio Curzio, Teorie e realtà nel metodo dell’economia politica;

<sup>2</sup> G. Boccardo, Del metodo e dei limiti dell’economia politica, Biblioteca dell’economista, IV serie III, Torino 1878;

<sup>3</sup> F. Vito, La concezione biologica dell’economia, Milano 1933, p. VII;

sviluppo economico della società e/o della nazione, focalizzandosi sull'individuo e nel progredire di quest'ultimo, in quanto libero nelle scelte anche se appartenente ad una classe sociale.<sup>4</sup> La scuola classica fa riferimento al pensiero illuminista che pone al centro l'importanza dell'individuo. Di seguito alcuni concetti chiave:

- Il valore di scambio fra le merci;
- La distinzione fra prezzo naturale e prezzo di mercato;
- L'idea che la curva di offerta delle merci sia orizzontale;
- L'analisi economica in termini di capitale, terra e lavoro/profitto, rendita e salari;
- La teoria malthusiana della popolazione per spiegare il livello dei salari;<sup>5</sup>

Molteplici sono gli esponenti di questo filone accomunati dal sostegno al liberismo economico e non per l'appartenenza ad una determinata teoria di pensiero. Si intendono classicisti tutti coloro che sostengono la rimozione degli ostacoli agli scambi, il processo naturale di formazione dei prezzi di mercato e il modo di produzione capitalistico.

Adam Smith è considerato il principale esponente della scuola classica, essendo il suo pensiero in netta contrapposizione con il mercantilismo. Smith segue la teoria del *laissez faire*, sostenendo il principio del libero commercio e criticando i sistemi tradizionali di economia politica. Il mercato rappresentato dal commercio deve essere lasciato libero di agire senza alcuna interferenza da parte dello Stato, in quanto è perfettamente capace di riallinearsi per tornare in una situazione di equilibrio ed efficienza. Famosa è la metafora della mano invisibile<sup>6</sup>, che rappresenta il ruolo della provvidenza immanente, in quanto gli individui agiscono

---

<sup>4</sup> Samuel Hollander , 1987,.Classical Economics. Oxford: Blackwell;

<sup>5</sup> Si veda al riguardo [www.wikipedia.org/Economisti\\_classici.com](http://www.wikipedia.org/Economisti_classici.com);

<sup>6</sup> Adam Smith. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. 1776

egoisticamente per perseguire il proprio interesse personale e nel raggiungerlo generano ordine sociale e sviluppo economico<sup>7</sup>. La mano invisibile è un concetto che si può ritrovare in tutte e tre le opere principali dell'economista: “La ricchezza delle Nazioni”<sup>8</sup>, “Storia dell’astronomia”<sup>9</sup> e “Teoria dei sentimenti morali”<sup>10</sup>.

David Ricardo è un economista classico che ha rielaborato una teoria economica completa ed è considerato uno dei padri dell’economia politica. Nella sua opera più importante “I principi dell’Economia politica e dell’imposta”<sup>11</sup>, afferma che il problema principale dell’economia politica sia delineare quali siano le leggi che regolano la circolazione del prodotto nazionale tra proprietari terrieri, capitalisti e proletari. Secondo Ricardo il sistema capitalistico tende automaticamente verso una situazione di perfetta efficienza raggiungendo in autonomia il pieno impiego in quanto l’offerta crea la domanda di mercato. L’economista amplia così la teoria del liberismo economico di Smith sugli scambi commerciali ai rapporti di produzione.

Ricardo critica la teoria del valore di Smith secondo la quale il valore delle merci è rappresentato dalla quantità di lavoro impiegata per produrle, ritenendo che questa teoria sia in realtà circolare, perché anche il salario è da

---

<sup>7</sup> *“Ogni individuo si sforza di impiegare il suo capitale il più vicino possibile a sé [...] ogni mercante all’ingrosso preferisce naturalmente il commercio interno a quello esterno, e il commercio estero di consumo a quello di trasporto. Nel commercio interno, il suo capitale non è mai così lontano quanto lo è invece spesso nel commercio di consumo. Ma è già dimostrato che un capitale impiegato nel commercio interno mette necessariamente in moto una quantità di attività produttiva interna maggiore [...] a parità o quasi di profitti quindi ogni individuo è naturalmente incline a impiegare il suo capitale in modo tale che offra probabilmente il massimo sostegno all’attività produttiva interna e dia un reddito e un’occupazione al massimo numero di persone del suo paese. [...] Quando preferisce il sostegno all’attività produttiva del suo paese [...] egli mira solo al suo proprio guadagno ed è condotto da una mano invisibile, in questo come in molti altri casi, a perseguire un fine che non rientra nelle sue intenzioni.”; La ricchezza delle Nazioni, 1776, Adam Smith;*

<sup>8</sup> La Ricchezza delle Nazioni, 1776, Adam Smith, libro IV;

<sup>9</sup> Storia dell’astronomia, 1750, Adam Smith, Saggi filosofici;

<sup>10</sup> Teoria dei sentimenti morali, 1759, Adam Smith,

<sup>11</sup> I principi dell’economia e dell’imposta, 1815, David Ricardo,

ritenersi una merce con un valore variabile. Non è da considerarsi come invariabile in definizione del valore lavoro contenuto per la produzione di tutti i beni<sup>12</sup>.

T. R. Malthus afferma nella sua opera principale “Saggio sul principio della popolazione”<sup>13</sup>, che la crescita demografica non rappresenti una ricchezza per lo Stato come si pensava all’epoca, ma che anzi porti ad uno squilibrio tra le risorse disponibili, danneggiando lo sviluppo umano. Mette in relazione il dualismo uomo-ambiente osservando l’aumento esponenziale della popolazione verificatosi nel periodo storico della grande industrializzazione, con una produzione di materie prime problematica alla sussistenza delle persone. Quella malthusiana è una teoria pessimistica in quanto l’aumento demografico segue una progressione geometrica maggiore rispetto all’aumento dei mezzi di sussistenza che tendono ad aumentare numericamente. Si tende, secondo Malthus, ad un equilibrio di lungo periodo nel quale la popolazione vivrebbe in povertà. Con gli studi del reverendo Ricardo riprenderà la teoria dei rendimenti decrescenti della produzione e della rendita differenziale, completandole.

I Principi di J. S. Mill discendono dal pensiero di Auguste Comte<sup>14</sup>, il quale, facente parte del movimento filosofico e sociale del positivismo, conferisce centralità alla scienza. L’economista abbraccia le idee positiviste focalizzandosi sulla possibilità rappresentata dalla creazione di una scienza generale in grado di coniugare sia le scienze naturali che quelle sociali in un’ottica di un’unica prospettiva.<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> Smith, Adam, Indagine sulla natura e le cause della ricchezza delle nazioni, Mondadori, Milano, 1977. Traduzione italiana di *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776-1789;

<sup>13</sup> Saggio sul principio della popolazione, T.H.Maltus, 1798;

<sup>14</sup> Opere riguardanti Auguste Comte, su Open Library, Internet Archive;

<sup>15</sup> Auguste Comte, Riflessioni filosofiche sulle scienze e gli scienziati, COLONNA,

*“Di primo acchito, non saremo di manica larga – circa la tipica definizione di economia politica – se dichiareremo che è una scienza che insegna, o perlomeno, intende insegnare in che modo una nazione possa arricchirsi [...]. Riguardo alla definizione in questione, [...] sembra che ciò confonda l’idea dell’arte e della scienza: esse differiscono l’una dall’altra [...]. Una commercia nei fatti, l’altra nei precetti. La scienza è una collezione di verità; l’arte un corpo di regole.”<sup>16</sup>*

La scienza per Mill rappresenta una collezione di verità sulle leggi della ricchezza, mentre l’arte è un insieme di norme pratiche che possono derivare dalla scienza.

Riprende le considerazioni di Malthus, dichiarandosi favorevole all’intervento statale all’interno dell’economia e sostiene che lo Stato debba svolgere il ruolo di controllore per la distribuzione della ricchezza, in quanto situazioni di concentrazione di denaro portano a stagnazioni per il valore sociale dell’economia. Fu il primo a negare la crescita illimitata del capitalismo e afferma che il futuro dell’economia è quello di approdare ad uno “stato stazionario” con una equilibrata redistribuzione della ricchezza.<sup>17</sup>

Le leggi sul grano<sup>18</sup> sono state approvate in Inghilterra nel 1816 su istanza dei proprietari terrieri. L’Europa si stava rialzando dalle guerre napoleoniche e nel 1815 avvenne la restaurazione del Congresso di Vienna, nel quale presero parte le quattro nazioni vincitrici, Inghilterra, Russia, Austria e Prussia, con ammissione anche della Francia grazie alla buona azione diplomatica svolta<sup>19</sup>. Si discusse per

---

<sup>16</sup> Principi di politica economica, J.S.Mill, libro IV, UTET;

<sup>17</sup> Perché la decrescita non è la soluzione, Stefano Zamagni, AICCON, pag.3;

<sup>18</sup> Shane D. Courtland, Gerald Gaus, David Schmitz, Liberalism, in Edward N. Zalta (a cura di), Stanford Encyclopedia of Philosophy, Center for the Study of Language and Information (CSLI), Università di Stanford.;

<sup>19</sup> Grazie all’abile azione diplomatica di Charles Maurice Talleyrand, ex vescovo, rivoluzionario, collaboratore di Napoleone e ministro francese degli esteri in carica nel 1815, convinse gli altri stati membri del congresso ad includere la Francia in

ristabilire in Europa gli antichi equilibri e poteri basandosi su principi come l'equilibrio e la legittimità, non del tutto rispettati. L'Inghilterra durante le guerre napoleoniche aveva importato la maggior parte delle derrate alimentari dall'estero, questo aveva fatto sì che i prezzi del grano prodotto entro i propri confini si alzassero, andando ad ingrassare le rendite dei proprietari terrieri. Con la stabilità sancita dal congresso, la nascente pace e le relazioni internazionali ristabilite, portarono il prezzo del grano estero ad un prezzo inferiore rispetto a quello inglese. Così per mantenere elevati il prezzo del grano e le rendite della classe terriera, venne introdotto il dazio doganale di importazione per i cereali. Questo causò un conflitto fra classi sociali in quanto il nuovo dazio danneggiava i capitalisti, che ne chiesero l'abrogazione, con la costituzione dell'Anti-corn-law League nel 1838. Per l'economia capitalista questo ha determinato un costo del lavoro più alto e scambi commerciali minimi. Nella teoria economica la New Corn Law vide David Ricardo come sostenitore dell'interesse dei capitalisti e Robert Malthus per quelli dei proprietari terrieri. Le leggi sul grano furono modificate nel 1846 e abrogate solo nel 1849, con il contributo della teoria di Ricardo in quanto erano chiari i vantaggi enumerati dal libero scambio rispetto ad un'economia basata sul protezionismo. La critica di Ricardo si basa sulla teoria della rendita differenziale intensiva, secondo la quale le terre fertili sono già state coltivate, per cui l'impedimento di importazione di cereali dall'estero spinge il settore agricolo nazionale alla sovrapproduzione tramite l'intensificazione del lavoro. Dato che la produttività del lavoro è decrescente, questo causa una concentrazione del reddito nazionale nelle mani dei proprietari terrieri, senza creare redistribuzione, ma accumulo e secondo la teoria

---

quanto egli si presentò come il difensore dei piccoli Stati senza chiedere nulla per il proprio paese;

classica, l'accumulazione di capitale può essere finanziata solo dai capitalisti, dediti al risparmio e non dalla nobiltà terriera dedita al consumo.

Si può affermare che la teoria economica<sup>20</sup> dell'economista diventò il punto di riferimento per la scuola classica.

Il ruolo e la pressione politica esercitata dai capitalisti dominerà da allora le decisioni di politica economica, spodestando la classe nobiliare definitivamente dalla metà del XIX secolo.

#### **1.4 La scuola socialista**

È un movimento che nacque agli inizi del XIX secolo, con l'obiettivo di effettuare una riorganizzazione della società secondo i principi di uguaglianza sostanziale, secondo cui tutti i beni possono essere accessibili e fruiti in egual modo senza esclusione alcuna. Si pone in netta contrapposizione al liberalismo e rivendica la priorità dello Stato sull'individuo. È una teoria che affonda le radici nell'antica Grecia riprendendo le idee del filosofo Platone, con il dialogo de "La Repubblica"<sup>21</sup> e all'opera medievale del cattolico Tommaso Moro "Utopia"<sup>22</sup>; inoltre le prime ideologie socialiste sono presenti tra i levellers<sup>23</sup> della rivoluzione inglese del 1642 e i

---

<sup>20</sup> I principi dell'economia e dell'imposta, 1815, David Ricardo;

<sup>21</sup> La Repubblica, Platone, 380 e 370 a.C. ca; Opera composta da 10 libri, co protagonista Socrate, ruota attorno al tema della giustizia e Platone espone quello che per lui è definibile come "stato ideale", il rapporto tra le cose e le idee, la conoscenza e l'immortalità dell'anima. È un'opera organica enciclopedica e circolare che analizza il rapporto tra due dimensioni, quella universale e quella particolare; Introduzione a La Repubblica, su filosofico.net;

<sup>22</sup> Utopia, Tommaso Moro, 1516; è un romanzo dialogico che prende ispirazione da "la Repubblica" di Platone, Moro descrive un viaggio immaginario di Raffaele Itlodeo verso un'isola-repubblica abitata da una società ideale. I concetti dell'opera sono quelli di creare una nazione ideale trattando temi come la filosofia, la politica, il comunitarismo, l'economia, l'etica e l'etica medica. Rappresenta il sogno rinascimentale di una società pacifica dove la cultura rappresenta la legge degli uomini; [www.treccani.it/enciclopedia/tommaso-moro\\_enciclopedia-dei-ragazzi](http://www.treccani.it/enciclopedia/tommaso-moro_enciclopedia-dei-ragazzi));

<sup>23</sup> I livellatori sono i rappresentanti di un movimento politico concettualizzatosi durante la rivoluzione inglese del 1646, prevedeva la tolleranza religiosa, l'uguaglianza dinnanzi alla legge e il suffragio; livellatore, in Dizionario di storia, Istituto dell'Enciclopedia Italiana, 2010;

sanculotti<sup>24</sup> della Rivoluzione francese, senza però produrre concreti cambiamenti nelle società. Si parla all'inizio di un socialismo utopistico che criticava il capitalismo, la proprietà privata dei mezzi di produzione e sperava nel suo superamento senza però proporre soluzioni concrete. Solo con Karl Marx riesce ad affermarsi il socialismo definito come scientifico. Il trampolino scelto fu la sconfitta della Germania nella rivoluzione del 1848 con la scelta della pubblicazione nello stesso anno dell'opera "il Manifesto del Partito Comunista" di Karl Marx e Friedrich Engels. Con la Prima Internazionale<sup>25</sup> del 1864 a Londra vennero definiti il programma e lo statuto, con definizione di principi come la solidarietà internazionale per la sconfitta del capitalismo; inoltre vennero istituite sezioni in ogni paese europeo e negli Stati Uniti. La prima I. venne lasciata in mano agli anarchici, mentre la seconda si svolse a Parigi nel 1889 per discutere della politica e per coordinare i partiti operai socialisti europei a prendere parte alle tattiche parlamentari e alla partecipazione al governo. La seconda I. entrò in crisi con lo scoppio della Prima guerra mondiale nel 1914.

Marx sviluppa la teoria del plusvalore secondo la quale i capitalisti acquistano dal lavoratore la forza lavoro utilizzandola nel processo produttivo per la produzione dei beni. Il valore di questi ultimi è dato solamente dal lavoro necessario per produrli; quindi, il capitalista paga al lavoratore un salario appena necessario per la sua sopravvivenza fisica. La differenza tra il valore dei beni prodotti e il salario del

---

<sup>24</sup> I sanculotti sono patrioti che durante la rivoluzione francese erano caratterizzati dall'indossare il pantalone lungo e appunto non il tipico pantalone al ginocchio, per ideologie si differenziano dagli altri rivoluzionari in quanto estremisti e non moderati; Roberto Palarocchi, SANCULOTTI, in Enciclopedia Italiana, Istituto dell'Enciclopedia Italiana, 1936;

<sup>25</sup> Organizzazioni politiche costituite a partire da metà XIX secolo formate da movimenti operai, socialisti, comunisti, associati sul piano internazionale; Per approfondimento La Prima Internazionale (1864-1872), su [comintern.splinder.com](http://comintern.splinder.com);

lavoratore rappresenta il plusvalore con il quale i capitalisti si arricchiscono.<sup>26</sup>

Dopo lo scoppio del primo conflitto mondiale, molte potenze europee socialiste aderirono alle politiche nazionali dei rispettivi governi; questo rese noto il fallimento della Seconda Internazionale proletaria e fece emergere come vedremo in seguito un'opposizione di sinistra rivoluzionaria.

### 1.5 La teoria economica nel corso della storia

Grafico 1.1 Tappe storiche della teoria economica



Negli anni '70 del XIX secolo si diffondono le idee della nascente scuola neoclassica, in concomitanza con l'inizio della lunga depressione (1873-1896), per togliere scientificità alle teorie marxiste che affondavano le basi nelle teorie classiche. I differenti esponenti non erano a conoscenza delle rispettive pubblicazioni, ma presentano linee congiunte di innovazione. La teoria economica si distacca completamente dalla scuola classica, in quanto gli economisti preferirono crearne una più moderna e coerente, piuttosto che riprendere le teorie già enunciate, con le seguenti principali differenze:

- Approccio scientifico, con il quale l'analisi economica è separata da qualsiasi assunto ideologico o politico;
- Analisi marginalista, la realtà economica è interpretata con l'utilizzo di modelli matematici;
- Individualismo metodologico dei neoclassici, secondo il quale l'individuo è il fulcro dei fenomeni economici e non si terrà più conto della distinzione per classi sociali;<sup>27</sup>

<sup>26</sup> [www.dirittoeconomi.net/economia/sistema-economico/scuola\\_socialista.ht](http://www.dirittoeconomi.net/economia/sistema-economico/scuola_socialista.ht);

E' importante ricordare come la scuola neoclassica nasce dalle ceneri della scuola classica e presenta vari precursori che hanno portato alla transizione verso quelle che sono diventate le teorie di fine XIX secolo della nuova scuola economica. Il primo economista ad utilizzare il marginalismo come strumento di ricerca economica è stato Augustin Cournot<sup>28</sup>; seguito da Jules Dupuit<sup>29</sup> che distinse la differenza fra totalità marginale e totale ed Hermann Heinrich Gossen, il quale focalizza il suo studio sull'utilità marginale e arriva a definire il livello di equilibrio delle scelte del consumatore utilizzando il raffronto tra le utilità marginali dei beni.

Rilevanti per la nascente teoria neoclassica sono le pubblicazioni di tre opere fondamentali, avvenute tra il 1871 e il 1874 in Europa:

- La Teoria dell'economia politica di W.S. Jevons<sup>30</sup>;
- I principi di economia politica di Carl Menger<sup>31</sup>;
- Gli elementi di economia politica di Leon Walras<sup>32</sup>;

Sono tre opere che presentano differenze per l'approccio metodologico utilizzato, ma hanno delle caratteristiche comuni sulla creazione di una nuova visione dell'economia nel suo complesso con l'introduzione di nuovi concetti di "valore", "utilità", "scarsità" e "scambio".

I marginalisti modificano il concetto di *valore-lavoro* dell'economia classica<sup>33</sup>, con la teoria del *valore-utilità* secondo cui il valore nasce dall'utilità che il bene ha nel soddisfare i bisogni del consumatore. L'"utilità" di un bene è

---

<sup>27</sup>Si veda per approfondimento: Giorgio Lunghini, La teoria economica dominante e le teorie alternative, Università degli studi di Ferrara, [www.docente.unife.it/at\\_download/file](http://www.docente.unife.it/at_download/file);

<sup>28</sup> Si veda per approfondimento: [www.treccani.it/enciclopedia/antoine-augustin-cournot](http://www.treccani.it/enciclopedia/antoine-augustin-cournot);

<sup>29</sup> Per approfondimento: "The works of Jules Dupuit", Françoise Vatin, Jean-Pascal Simonin, Luc Marco, HAL open science;

<sup>30</sup> Teoria dell'economia politica, William Stanley Jevons, Austria, 1871;

<sup>31</sup> I principi di economia politica, Carl Menger, Inghilterra, 1871;

<sup>32</sup> Elementi di economia politica pura, Léon Walras, Francia, 1874

<sup>33</sup> Secondo la quale il valore di un bene è dato dalla quantità di lavoro necessario per produrlo;

una qualità soggettiva, non viene percepita dai consumatori in egual modo e dipende dalla necessità dell'individuo nel consumare l'oggetto per trarre la massima soddisfazione dal bene in suo possesso. La quantità del bene è limitata, e quindi l'individuo per soddisfare tutti i suoi bisogni deve massimizzare l'utilità totale, data dalla somma delle utilità marginali.<sup>34</sup> Si desume che sia la "scarsità" dell'utilizzo marginale a determinare il valore del bene utile per la soddisfazione soggettiva dei bisogni dell'individuo. Lo "scambio" è finalizzato alla massimizzazione della soddisfazione dei bisogni per cui l'individuo deve instaurare rapporti con altri soggetti nel mercato per effettuare lo scambio del bene. Dato che non tutti i beni hanno la stessa importanza per gli individui, lo scambio è utile per andare ad alimentare la domanda e l'offerta nel mercato per la soddisfazione dei bisogni di tutti i partecipanti raggiungendo una situazione ottimale.<sup>35</sup> Gli economisti neoclassici sostengono la superiorità del mercato come miglior strumento allocativo efficiente, approvano politiche economiche di stampo liberistico e rigettano ogni forma di intervento pubblico nell'economia, tranne che per la sicurezza interna, per la giustizia e la difesa militare.

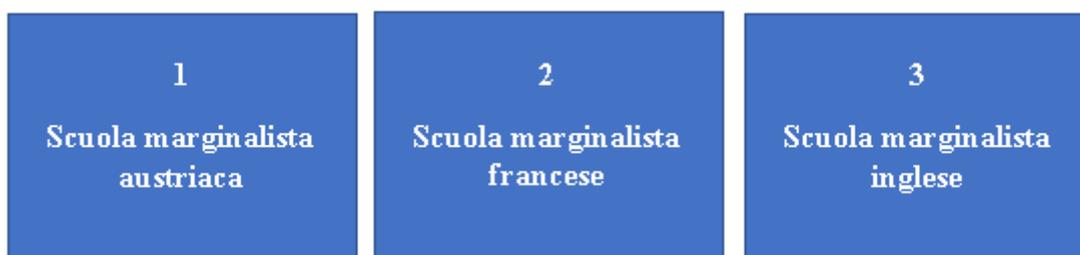


Grafico 1.2 - Le tre scuole marginaliste;

<sup>34</sup> E. saltari, *Nascita e sistemazione dell'economia marginalistica*, Torino, Loesher, 1978, pp 15-16;

<sup>35</sup> Il marginalismo: da Bentham a Jevons, Tesi di laurea Dott.ssa Claudia Scarpellino, Dipartimento di Impresa e Management, LUISS;

1. Carl Menger è uno degli esponenti della scuola marginalista austriaca caratterizzata per l'approccio dell'imputazione. Il concetto che segue questo filone economico prevede che sia il consumatore finale a determinare il valore di beni e servizi, perché solo in base all'utilità del soddisfare i propri bisogni sceglierà cosa e se consumare un determinato bene, per cui il prezzo verrà imputato da quest'ultimo.
2. Lèon Walras e Vilfredo Pareto sono i principali esponenti della scuola marginalista francese. Il loro criterio si fonda sull'equilibrio economico generale e sull'idea di diverse tipologie di risorse iniziali, come risorse economiche, capacità lavorative e proprietà immobiliari, considerate in termini fisici e contrapposte dai soggetti economici.
3. La scuola marginalista inglese comprende le idee di economisti come William Stanley Jevons e Alfred Marshall, il cui approccio si basa sull'utilità e disutilità dei vari soggetti della realtà economica, con riferimento all'utilità dei beni ottenuti da processi produttivi. Il confronto fra queste due grandezze definisce il totale del lavoro prestato e quindi del prodotto.

Fondatore della scuola marginalista inglese, denominata la Scuola di Cambridge, Alfred Marshall è stato uno tra gli economisti più importanti della scuola marginalista neoclassica. Ha avuto come allievi John Maynard Keynes, Arthur Cecil Pigou e Dennis Robertson. Il suo pensiero si pone come punto d'incontro tra la teoria classica e quella marginalista. Il prodotto è una teoria economica originale che lo pone come ideatore in un nuovo paradigma economico neoclassico, meno artificioso di quello classico, ritenendo che la teoria economica debba tenere conto della mutevolezza della realtà senza generalizzarla. Le teorie estrapolate non sono rivolte ad altri intellettuali come per le teorie classicistiche, ma direttamente ai capitalisti, focalizzando l'attenzione non sull'intero mercato ma sul singolo processo produttivo. L'opera più importante dell'economista è "Principi di

Economia”<sup>36</sup>, che contiene i principali fondamenti per comprendere il funzionamento del mercato. Importante è definire un metodo di ricerca per creare un campo d’indagine nel quale visualizzare il fenomeno e l’agente economico. Per Marshall è l’uomo l’oggetto di analisi, insieme alle motivazioni che lo spingono a fare scambi ad un prezzo che l’uomo può definire accettabile. Le tre principali teorie da lui elaborate sono: l’equilibrio parziale<sup>37</sup>, la teoria della domanda<sup>38</sup> e l’economia del benessere<sup>39</sup>. Le idee di politica economica dell’economista prediligono lo Stato interventista per la redistribuzione della ricchezza, per proteggere lo sviluppo delle nascenti industrie dalla concorrenza, migliorando il benessere sociale. Marshall esprime assoluta contrarietà ai sindacati, in quanto afferma che essi non rappresentano i lavoratori disoccupati, poiché la posizione di disoccupazione è da ricondurre alla domanda di lavoro del mercato rispetto all’offerta elevata nel periodo di crisi.

Il pensiero marshalliano verrà criticato dai marginalisti stessi, in quanto egli si dedica solamente all’equilibrio parziale e non all’equilibrio generale dell’economia. I marxisti lo criticano in quanto rientra nel filone delle teorie marginaliste e classicistiche. Keynes dimostrerà difformità dal pensiero del maestro in quanto egli cercò di mantenere una linea di collegamento con gli economisti classici.

### **1.6 Gli anni Venti e la crisi del ‘29**

Lo sviluppo delle teorie economiche sembra arrestarsi nei primi anni del XX secolo, mentre il capitalismo

---

<sup>36</sup> Principi di economia, Alfred Marshall, 1890, UTET 2013;

<sup>37</sup> Per approfondimento: L’economia neoclassica, Alfred Marshall, Università di Macerata, Dipartimento di Economia e diritto, l’umanesimo che innova;

<sup>38</sup> Si veda per approfondimento dispense Dipartimento di economia e diritto UNIMC, pag.7, [www.docenti.unimc.it/files/at\\_download/file](http://www.docenti.unimc.it/files/at_download/file);

<sup>39</sup> Per approfondimento si vedano dispense Università di economia Roma 2, Storia dell’economia politica Marshall e i marshalliani, Paolo Paesani [www.economia.uniroma2.it/corso/asset](http://www.economia.uniroma2.it/corso/asset);

continua la sua corsa con uno sviluppo caratterizzato da cicli di espansione e di recessione rendendo il sistema economico instabile. È un periodo florido nel quale l'economia mondiale è oramai globalizzata. Grazie allo sviluppo dei mezzi di comunicazione come la stampa, il telefono e il telegrafo, e i mezzi di trasporto come ferrovie e trasporto marittimo, permettendo alle persone di mantenersi in contatto e spostarsi anche a grandi distanze. Le informazioni, il denaro, le persone e le merci, possono circolare a grandi velocità rispetto al passato e gli agenti economici godono della massima informazione sugli accadimenti del mondo. I modelli interpretativi della realtà economica non riescono a spiegare e prevedere l'andamento altalenante, affermando che le fasi di recessione ed espansione sono temporanee e destinate a tendere nel lungo periodo all'equilibrio. Con lo scoppio del primo grande conflitto mondiale e alla firma dei due trattati di pace<sup>40</sup>, l'economia mondiale va incontro al crollo totale. Gli stati alleati prevedevano che i debiti di guerra sarebbero stati cancellati, ma gli Stati Uniti vedendo nei prestiti concessi agli stati europei un'iniziativa commerciale da non perdere, ne chiesero il rientro. La sconfitta Germania andò incontro al pagamento di 130 mld ca di marchi, determinando il crollo della moneta nazionale e una seconda richiesta di intervento americano per la concessione del prestito Dawes per continuare a saldare il precedente. In Inghilterra la disoccupazione toccò picchi impressionanti e il governo adottò misure sussidiarie e politiche di restrizione.

Nel 1917 in Russia con la Rivoluzione d'ottobre e la conseguente caduta della monarchia zarista si instaura il primo sistema collettivista al mondo. Si seguirono le linee guida di Marx con l'abolizione della proprietà privata, le banche furono nazionalizzate, i terreni furono resi disponibili a

---

<sup>40</sup> Il primo trattato di Versailles del 1919 prevedeva la restituzione da parte della Germania dei territori del Belgio, Cecoslovacchia e Polonia;

chiunque avesse intenzione di coltivarli e le imprese con più di cinque dipendenti furono controllate da consigli di operai e soldati. Il governo sovietico, rappresentato dagli organismi pubblici, ha il diritto di prendere tutte le decisioni per la realizzazione del piano economico con programmazione quinquennale. Inizialmente il sistema economico russo crebbe esponenzialmente, arrestandosi poi a causa della rigidità degli obiettivi economici, la non partecipazione alle decisioni dei lavoratori, l'inesistenza dell'iniziativa privata e la repressione di tutte le libertà personali.<sup>41</sup>

Gli effetti negativi sull'economia provocati dal primo conflitto mondiale affievolirono nel 1923 il ciclo breve di espansione e si definirono tre macroaree economiche: Stati Uniti, Europa e URSS.

Gli Stati Uniti crescevano con spiccato dinamismo rispetto a tutto il resto del mondo, entrando nella fase della produttività di massa grazie ad Henry Ford e allo sviluppo del fordismo, creando una domanda sempre crescente. Il settore agricolo adottava tecniche produttive innovative e moderne, godendo anch'esso dell'aumento di produttività generale. I ruggenti anni Venti vedono l'aumento oltre che della produttività, anche della produzione degli utili e del valore delle azioni. Questo è dato dalle straordinarie prestazioni del settore produttivo, ma anche per le operazioni di borsa e il comprare degli azionisti, che porta ad un continuo investimento. Così dopo anni di boom economico sostenuto dal prodotto interno lordo sempre in crescita, con lo sviluppo dell'industria automobilistica, alla crescita del settore petrolifero e del settore delle costruzioni, decolla anche il settore azionario. L'indice Dow Jones poco prima dello scoppio della bolla segnava un incremento di circa il 500%. Tutto perdura fino al martedì nero del 29 ottobre del 1929, con

---

<sup>41</sup> [www.dirittoeconomia.net/economia/sistema\\_economico/scuola\\_socialista.htm](http://www.dirittoeconomia.net/economia/sistema_economico/scuola_socialista.htm);

la vendita di 16 milioni di azioni. La causa del crollo può ritenersi la libertà speculativa di cui godeva il settore finanziario e bancario, in giovamento dalla politica monetaria espansiva che andava ad aumentare la liquidità nel sistema economico. Gli azionisti avevano l'obiettivo di aumentare il valore del proprio capitale e non i rendimenti delle azioni stesse. Il crollo della Borsa gravò principalmente sul ceto medio, su coloro che avevano investito i risparmi in Borsa e che garantivano la domanda in continua ascesa e la produzione di beni di consumo durevole. Le banche furono prese d'assalto dalla popolazione nell'intento di ritirare quanto più denaro possibile per la paura di perderlo, cosicché si andò incontro ad una grave crisi di insolvenza e di liquidità. Conseguenti furono il trascinarsi nella crisi del settore produttivo dell'industria, finanziato dai continui investimenti. Si ridusse il consumo di beni durevoli e la loro produzione. Le industrie dovettero ridimensionare l'organico a loro disposizione oramai non più necessario, creando una crisi del consumo dei prodotti primari del settore agricolo.<sup>42</sup> Gli Stati Uniti in difesa dei beni prodotti e dei prezzi del sistema agricolo adottarono una politica protezionistica di dazi, decisione che poi verrà estesa a tutti i settori che entrarono in crisi successivamente, estendendo il dazio a tutti i paesi esportatori, con il collasso del commercio internazionale.<sup>43</sup> Il governo di Herbert Hoover scelse di contrastare la crisi anche con la costruzione di infrastrutture, pressando gli industriali al fine di non ridurre i salari. Non furono prese in considerazione politiche sussidiarie, lasciando l'applicazione della creazione di programmi di assistenza ai singoli stati federali.<sup>44</sup> La profonda crisi finanziaria si propagò

---

<sup>42</sup>Per approfondimento Consob articolo La crisi del '29: <https://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del29#:~:text=Nello%20specifico%20della%20situazione%20degli,una%20severa%20contrazione%20del%20reddito;>

<sup>43</sup> Si veda al riguardo <https://intermarketandmore.finanza/1929-2009-le-due-crisi-a-confronto-5767.html>;

<sup>44</sup> [www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisidel29.html](http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisidel29.html);

rapidamente nei paesi europei, principali partner economici, con un calo della produzione dovuto al crollo dei prezzi, creando disoccupazione. Alla base della Grande Depressione risiedono varie cause, come una cattiva distribuzione del reddito, una struttura inefficiente del sistema bancario, un'insoddisfacente gestione delle aziende finanziarie e industriali e un esagerato numero di prestiti speculativi. Si affianca anche una sbagliata adozione di scelte di politica economica che rincorreva al pareggio di bilancio, con esclusione dell'intervento statale nella sfera economica in quanto ritenuto dannoso<sup>45</sup>. Oltre a tutte queste cause strutturali si sommano i debiti della Prima guerra mondiale di Francia, Gran Bretagna, Germania e Italia, per i quali era stato chiesto un primo rientro dalla Banca Centrale americana dal 1927-1928, forse ipotizzando un rallentamento dell'espansionismo economico americano. L'Europa nel 1929 entra in una crisi di liquidità e decide di adottare politiche protezionistiche mettendo un freno al libero scambio di merci e servizi nel sistema economico internazionale con l'adozione di dazi. La grande crisi americana non riguardò stati come l'URSS, con un'economia chiusa, il Giappone, che adottò misure inflazionistiche per risollevare la propria economia, e i paesi Scandinavi, i quali essendo produttori di beni specifici, non risentirono della crisi.<sup>46</sup>

### **1.7 Il new Deal e l'influenza di Keynes**

Si inizia a parlare di ripresa solamente nel 1933 con il presidente Franklin Delano Roosevelt con un piano di riforme conosciuto con il nome di New Deal comprendente le seguenti tappe:

---

<sup>45</sup> Per un approfondimento si veda [https://it.wikipedia.org/Grande\\_depressione](https://it.wikipedia.org/Grande_depressione);

<sup>46</sup> Martina Rebaudengo, La crisi del debito sovrano: cause crisi e misure di politica economica, tesi di laurea triennale, DIGSPES, A.A. 2019-2020, relatore Carluccio Bianchi;

- L'abbandono della parità aurea, la svalutazione del dollaro al 40% per ridurre i debiti e facilitare le esportazioni;
- La promozione di lavori pubblici per riassorbire la disoccupazione;
- La predisposizione di assicurazioni sociali;
- L'aumento dei salari;
- La riduzione delle ore lavorate nelle industrie;
- L'obbligo per gli imprenditori di riconoscere e trattare con i sindacati operai;
- Il controllo del sistema bancario, della Borsa e del mercato azionario;<sup>47</sup>

Il superamento del Gold Standard caratterizzò la fase iniziale della politica rooseveltiana che prese l'avvio dalla teoria di Keynes contenuta nelle opere "Trattato sulla riforma monetaria" pubblicato nel 1923, e "Le conseguenze economiche di Mr. Churchill" del 1925. Il predecessore di Roosevelt difese fino agli ultimi giorni del suo mandato l'obiettivo del pareggio di bilancio spinto dalla paura immotivata dell'inflazione. La svalutazione del dollaro aiutò la spesa pubblica e il programma di riforme sociali ed economiche adottate riuscì a far emergere gli Stati Uniti dalla più grave crisi della storia.

### **1.7.1 La teoria keynesiana**

Le tesi neoclassiche secondo cui le fasi recessive sono temporanee e per le quali l'economia tende all'equilibrio nel lungo periodo risultarono inutili durante questa lunga crisi. Non riuscendo a capire quello che Keynes definisce come *Animal Spirits*<sup>48</sup>, gli imprenditori non riuscirono a comprendere l'equilibrio stazionario della sottoccupazione.

---

<sup>47</sup> [www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisidel29.htm](http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisidel29.htm);

<sup>48</sup> Termine utilizzato in economia per intendere una spinta degli imprenditori ad investire e fare spesa. Frase coniata da John Maynard Keynes, secondo cui gli "spiriti animali" sono un insieme di forse e motivazioni, date da un comportamento istintivo e spontaneo, che motivano l'imprenditore a raggiungere il successo. [www.okpedi.IT/animal\\_spirits](http://www.okpedi.IT/animal_spirits)

Keynes invece elabora una teoria economica in netto contrasto con la scuola neoclassica. Propone nella sua opera “Teoria generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta”<sup>49</sup> di adottare una politica economica che si fondi sulla spesa pubblica e sull’intervento di quest’ultima nella sfera economica, per risollevare la domanda aggregata dalla sottoccupazione e rilanciare l’economia. Le politiche monetarie per Keynes sono inefficaci in quanto non producono reali effetti sulla produzione. Le scelte di investimento nel periodo di crisi si fondano su aspettative negative degli imprenditori, con tassi di interesse già bassi, non andrebbero a modificare le scelte di questi ultimi con l’immissione di nuova liquidità nel sistema, ma ciò causerebbe una trappola di liquidità<sup>50</sup>. Keynes, per ovviare alla mancanza di investimenti privati, opta per aumentare la spesa pubblica risollevando la domanda. La crescita economica migliora le aspettative degli imprenditori invogliati all’investimento nella produzione. Così il sistema economico tende nuovamente al pieno impiego.<sup>51</sup> Fondamentale differenza con i tradizionalisti risiede nel pensiero formulato sulla sottoccupazione delle risorse, che non è da intendersi come la regola, ma anzi come una situazione eccezionale. Importanza focale risiede nella domanda aggregata, cioè alla quantità di beni e servizi richiesti al sistema economico, e con decisione afferma che è la domanda a comandare l’offerta e che quindi non è vero quando stabilito da Say<sup>52</sup> secondo cui l’offerta crea sempre i presupposti per un suo totale assorbimento. L’economista dichiarerà che l’intervento statale non è dannoso ma anzi produce effetti positivi nel sistema economico. Il modello Keynesiano verrà

---

<sup>49</sup> John Maynard Keynes, Teoria generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta, 1936, UTET;

<sup>50</sup> Si veda per approfondimento [www.okpedia.it/trappola-della-liquidita](http://www.okpedia.it/trappola-della-liquidita);

<sup>51</sup> [www.okpedia.it/scuola\\_keynesiana](http://www.okpedia.it/scuola_keynesiana);

<sup>52</sup> Si veda Jean-Baptiste Say, capitolo:XV del Libro *Traité d'économie politique*(1803);

accettato come modello economico di riferimento, rappresentando un nuovo modo di pensare.

“Il lungo periodo è una guida fuorviante ai problemi di attualità. Nel lungo periodo siamo tutti morti. Gli economisti si attribuiscono un compito troppo inutile se in momenti tempestosi, possono dirci soltanto che, quando l’uragano sarà lontano, l’oceano tornerà tranquillo.”<sup>53</sup>

### 1.8 Le teorie post-keynesiane

Il termine post-keynesiano nasce postumo nel 1975 dagli economisti Alfred Eichner e Jan Kregel<sup>54</sup>. Sta ad indicare il pensiero economico sviluppatosi dopo il 1936 con la pubblicazione della Teoria Generale<sup>55</sup> di Keynes.

Nel 1937 John Richard Hicks<sup>56</sup> propose una reinterpretazione delle politiche keynesiane creando una sintesi formale fra teoria neoclassica e teoria keynesiana per portare le due idee contrapposte alla fondazione di un’unica teoria<sup>57</sup>. L’economista inglese elabora il modello IS-LM, uno schema composto da due curve, la prima, la IS, che rappresenta il settore reale e la seconda, la LM, che rappresenta il settore monetario<sup>58</sup>. L’equilibrio generale secondo Hicks si raggiunge quando tutti e due i mercati sono in equilibrio, quando la domanda aggregata è uguale all’offerta aggregata nel settore reale e quando nel settore monetario la domanda di moneta è uguale all’offerta di moneta, creando così una situazione di

---

<sup>53</sup> J.H. Keynes, *tract on Monetary Reform* 1923;

<sup>54</sup> Si veda l’opera di Alfred Eichner, Jan Kregel, *An Essay on Post-Keynesian Theory: A New Paradigm in economics*, in *Journal of Economic Literature*, vol. 13, 1975, pag. 1923-1314;

<sup>55</sup> John Maynard Keynes, *Teoria generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta*;

<sup>56</sup> Si veda per approfondimento [www.sapere.it/enciclopedia/Hicks%2C+sir+John+Richard.html](http://www.sapere.it/enciclopedia/Hicks%2C+sir+John+Richard.html)

<sup>57</sup> Dispense del Corso di Politica Economica, AA 2016-2017, docente Pierluigi Montalbano, Sapienza Università di Roma;

<sup>58</sup> Oggi lo schema è completato dalla domanda aggregata dalle curve AD-AS, domanda aggregata – offerta aggregata;

interdipendenza.<sup>59</sup> Tale reinterpretazione rappresenta la base dell'architettura macroeconomica del Keynesismo tradizionale.

Negli anni '60 si presenta la situazione della stagflazione, una fase dell'economia in cui si verificano ondate inflazionistiche e stagnazione economica con la mancata crescita del PIL<sup>60</sup>. Inoltre gli economisti Phillips, Samuelson e Solow determinarono l'esistenza di una relazione inversa fra disoccupazione e inflazione, non prevista dalla dottrina di Keynes, secondo cui la diminuzione della disoccupazione non creava costi aggiuntivi, per cui era sufficiente aumentare la domanda aggregata. I tre economisti smentiscono questa affermazione e mostrarono che se si riduce la disoccupazione, l'inflazione cresce. Nel 1958 Milton Friedman e Edmund Phelps dimostrano che la relazione empirica della curva di Phillips non poteva perdurare nel tempo se la classe politica avesse voluto sfruttarla. Introducono il concetto di tasso naturale di disoccupazione<sup>61</sup> dimostrando l'inconsistenza del trade-off della curva di Phillips tramite la nozione di aspettative adattative<sup>62</sup>. La scuola monetarista dà il giusto peso alla moneta e critica le politiche di Keynes in quanto generatrici di debito ed interessi sul debito pubblico-, inoltre per i monetaristi la velocità con la quale si diffondono gli

---

<sup>59</sup> Il modello IS\_LM, Blanchard, Amighini, Giavazzi (2016), Macroeconomia. Una prospettiva europea (Capitolo 5);

<sup>60</sup> [Openpolis.it/parolo/che-cose-la-stagnazione/](http://openpolis.it/parolo/che-cose-la-stagnazione/);

<sup>61</sup> Per tasso naturale di disoccupazione si intende l'ipotetico tasso di disoccupazione coerente con il livello potenziale della produzione aggregata, questo è il tasso di disoccupazione che l'economia raggiunge in assenza di frizioni temporanee come ad esempio un aggiustamento solo parziale dei prezzi nei mercati dei beni e del lavoro; il tasso naturale di disoccupazione corrisponde al tasso di disoccupazione che prevarrebbe secondo l'economia classica; è determinato prevalentemente dall'offerta aggregata, quindi dalle possibilità di produzione e dalle istituzioni economiche; se esso determina disallineamenti permanenti nel mercato del lavoro, oppure rigidità nei salari reali, allora il tasso naturale di disoccupazione può rappresentare anche una disoccupazione involontaria, dovuta a persone che pur cercando lavoro non riescono a trovarlo. Si veda tasso\_naturale-di-disoccupazione, UniTE; dispense La curva di Phillips; [www.unite.it/Engine/Passarelli\\_714](http://www.unite.it/Engine/Passarelli_714);

<sup>62</sup> Secondo la quale i lavoratori adattano gradualmente le loro aspettative all'inflazione osservata rivedendo al rialzo il salario nominale desiderato; Dispense [http://www.diss.uniroma1/moodle2pluglife.phd/7549/mod\\_resource/content/2/L2\\_P E\\_17\\_TN.pdf](http://www.diss.uniroma1/moodle2pluglife.phd/7549/mod_resource/content/2/L2_P E_17_TN.pdf);

effetti di una politica economica accomodante sono incerti. Importante è controllare l'offerta della moneta, che dovrebbe aumentare in maniera moderata, mentre una crescita lenta porterebbe alla recessione. Il ruolo dei governi rimane per questa teoria economica marginale<sup>63</sup>. L'intuizione di Friedman e Phelps viene ripresa da Lucas Robert E. Jr, seguace di Friedman, con l'esposizione di una valutazione critica nell'articolo del 1976, nell'utilizzo di modelli econometrici<sup>64</sup> nella politica economica.

Nel 1976 l'economista Lucas espone la sua teoria secondo la quale i policymaker sono responsabili della creazione di nuove politiche economiche ma non possono prevedere se i risultati che otterranno saranno soddisfacenti oppure no, tenendo conto dell'influenza che queste azioni potranno avere sulla popolazione.

Le politiche contro la disoccupazione potrebbero non funzionare alimentando aspettative inflazionistiche. La sua teoria è stata vista come un attacco alla politica keynesiana per l'idea dello stato interventista e per le modifiche all'andamento economico. Se gli individui formulano aspettative razionali, il loro comportamento sarebbe influenzato dalle politiche economiche che il governo preannuncia. Le autorità, nel fare le proprie scelte, utilizzarono modelli da diverse variabili obiettivo, con equazioni i cui parametri, sono considerati come fissi. Il valore dei parametri viene calcolato prendendo esempio dal comportamento degli agenti economici del passato, e Lucas critica proprio l'assunzione dei parametri strutturali, in quanto per lui se gli individui sono influenzati dalle scelte dello stato, un modello basato su parametri vecchi,

---

<sup>63</sup> Si veda per approfondimento: <https://www.ekonomia.it/2018/11/13/le-domande-improvise-ma-chi-sono-keynesiani-e-monetaristi/>;

<sup>64</sup> Modelli statistici caratterizzati da un approccio matematico allo studio delle relazioni economiche;

non può prevedere quali saranno le conseguenze delle nuove politiche economiche adottate<sup>65</sup>.

Lucas elabora il modello delle isole, secondo cui gli agenti economici conoscono il prezzo del bene da essi prodotto, ma non quelli dei beni prodotti nelle altre isole. Gli individui formulano aspettative razionali sul prezzo partendo dalle informazioni locali sull'ipotetico andamento del livello generale dei prezzi. In un equilibrio di lungo periodo, l'adozione di politiche economiche porta i prezzi dei prodotti sulle isole ad aumentare mantenendo stabili l'offerta di lavoro e la produzione aggregata. Il lavoratore, visto l'aumento dei prezzi dei beni prodotti, può pensare ad una variazione favorevole del suo bene rispetto all'interpretazione del livello generale dei prezzi in aumento. Cresceranno quindi l'offerta di lavoro e quantità prodotta del bene, fino a quando non verrà colmata l'asimmetria informativa sull'aumento dei prezzi di tutte le isole e non solo dei suoi beni. Lucas conclude dicendo che le politiche monetarie nel breve periodo sono inefficaci anche se utilizzate con intensità dalla banca centrale. La realtà ha effettivamente mostrato come l'efficienza della politica monetaria scema con l'utilizzo sempre più preponderante delle politiche monetarie<sup>66</sup>. Quindi, se la politica monetaria vuole ritenersi efficace, deve essere usata con moderazione, in quanto altrimenti risulta inefficace, ma l'utilizzo di questo strumento implica la sua rinuncia per il futuro.

### **1.9 Il neoliberismo**

A Parigi nel 1938 si riunirono alcuni dei più brillanti economisti per discutere di un pensiero economico che diede alla luce un nuovo concetto di liberismo che si poneva come terza opzione fra il laissez faire e la pianificazione economica collettivista. Uno dei partecipanti all'incontro fu

---

<sup>65</sup> Per approfondimento: <https://dizionari.simone.it/6/critica-di-lucas>;

<sup>66</sup> Si vedano: dispense UNICAL, Dr. Giuseppe Rose, Il modello di Lucas, [www.ecostat.unical.it>rose>didattica](http://www.ecostat.unical.it>rose>didattica);

Friedrich von Hayek, il quale, cercando di divulgare la nuova idea nascente di economica, fonda successivamente la Mont Pelerin Society per continuare a discutere del nascente neoliberismo. Il termine è stato utilizzato per la prima volta nel 1970 del XX secolo, in riferimento a tutto ciò che rifuggiva alla teoria classica. Dopo le due guerre mondiali e i vent'anni successivi di sviluppo economico, negli anni '70 le politiche keynesiane iniziarono ad essere screditate dalla stagflazione<sup>67</sup>, in quanto risultarono non efficaci. Il neoliberismo sostiene l'esatto opposto delle politiche in uso negli anni 70-80 del novecento, prevedendo la liberalizzazione dei mercati, la deregolamentazione e il minimo intervento statale nell'economia. I principi della nuova corrente economica seguono la fiducia nel libero mercato come meccanismo efficiente di allocazione delle risorse, la promozione della concorrenza, la riduzione delle tasse, la privatizzazione delle imprese pubbliche e la deregolamentazione<sup>68</sup>.

Il fulcro di questa dottrina è stata l'Università di Chicago con l'economista Milton Friedman, allievo di Friedrich Hayek, il quale nell'opera "Capitalismo e Libertà" illustra i principi della teoria liberista:

- *Deregulation*
- Privatizzazione
- Riduzione delle spese sociali

Con l'elezione nel 1979 di Margaret Thatcher e nel 1981 di Ronald Reagan, si adottarono per la prima volta le politiche neoliberiste basate sul libero mercato. Le teorie adottate negli USA e in Inghilterra furono pressochè speculari, con abbassamento dell'imposizione fiscale seguendo la teoria di

---

67 Si veda per approfondimento [https://www.milanofinanza.it/news/rischio-stagflazione-come-negli-anni-70-se-inflazione-non-rallenta-202111161733569016#:~:text=La%20stagflazione%20degli%20anni%20'70,a%20compagnarono%20due%20gravi%20shock%20petroliferi](https://www.milanofinanza.it/news/rischio-stagflazione-come-negli-anni-70-se-inflazione-non-rallenta-202111161733569016#:~:text=La%20stagflazione%20degli%20anni%20'70,a%20compagnarono%20due%20gravi%20shock%20petroliferi;);

68 Per approfondimento: <https://bullnbear.it/2023/04/19/qual-e-la-teoria-della-scuola-neoliberista/>;

Laffer<sup>69</sup>, creando benefici sulla crescita economica e sulle entrate fiscali; questo perché un'eccessiva imposizione avrebbe spinto i lavoratori a lavorare di meno, poiché i guadagni sarebbero stati erosi dallo Stato. Si passa dal 1981 al 1989 da uno Stato assistenzialista ad uno in cui viene esaltato l'individualismo. Gli effetti prodotti da questa politica economica risollevarono le due economie, mettendo in luce come sia necessario uno stravolgimento per risollevarlo uno Stato incentivando l'attività privata e il libero mercato.

### **1.10 Il dibattito contemporaneo**

Con le crisi finanziarie degli anni 2000, le problematiche da fronteggiare sono senza precedenti nel settore bancario e dell'intermediazione finanziaria, con il rafforzamento del punto di vista keynesiano. I governi applicano politiche interventiste strutturali e anticicliche innovative ed eccezionali. I disavanzi pubblici crescono, con l'adozione di politiche monetarie espansionistiche senza precedenti, tramite l'azzeramento dei tassi d'interesse di riferimento a breve termine, l'adozione di politiche monetarie non convenzionali caratterizzate dall'acquisto di ingenti quantità di titoli di Stato con il salvataggio degli istituti di credito. Si cerca anche di impedire il default degli Stati sovrani abbassando il tasso di interesse a lungo termine, con l'introduzione di nuova liquidità nei sistemi di investimento, per il superamento della trappola di liquidità in cui l'economia era incappata. Nonostante i recenti accadimenti e applicazioni della teoria generale di Keynes, essa è ancora in discussione, sostenuta da economisti keynesiani che credono nell'intervento statale all'interno della sfera economica, contrapposti da economisti neoliberalisti con idee contrarie che sostengono dannoso l'intervento statale. Il dibattito è destinato a perdurare nel corso degli anni, in quanto i due filoni di pensiero

---

<sup>69</sup> Si veda: <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-la-curva-di-laffer-e-la-flat-tax>;

affondano in giudizi di valore differenti sulle capacità di un sistema economico di libero mercato per l'allocazione delle risorse in maniera efficiente.

Per l'homo oeconomicus il soddisfacimento dei propri bisogni avviene in maniera razionale individualista e utilitaristica, generando un equilibrio tra la domanda e l'offerta. Questo pensiero economico non tiene conto dell'emotività delle persone, in quanto è impossibile che gli individui godano tutti di fermezza mentale e compiano scelte privandosi delle pulsioni sensoriali e sentimentali che difficilmente si riescono a controllare<sup>70</sup>.

Negli anni '70 l'homo oeconomicus viene ridefinito da J. Baudrillard come un uomo psico-economico<sup>71</sup>, incapace di esistere nel passato come nel futuro in quanto spinto solo al soddisfacimento dei bisogni sostenendo la sua tesi dichiarando che l'uomo è spinto ad acquistare beni da una forza sociale che vede la comunicazione e lo scambio come una distribuzione di valori attraverso un insieme di segni e significati<sup>72</sup>. Si fa strada l'importanza del contesto sociale come influenza sulle scelte dell'uomo in atto di acquisti perché rappresentano un mezzo di confronto con la società paragonabile ad un linguaggio. Gli individui scelgono perché suggestionati dalla coscienza la quale risiede alla base della partecipazione sociale.

All'interno dell'economia tradizionale inizia a svilupparsi la corrente di pensiero dell'economia comportamentale che considera l'uomo come soggetto caratterizzato da bias cognitivi che ne influenzano i ragionamenti e le scelte finali, portando l'individuo a compiere

---

<sup>70</sup> Prof. Carluccio Bianchi, Elementi di politica economica, Corso di politica economica, a.a. 2015/2016;

<sup>71</sup> J. BAUDRILLARD, La società dei consumi. I suoi miti e le sue strutture, Il Mulino, Bologna, 1976;

<sup>72</sup> M. A. LA TORRE, Questioni di etica d'impresa. Oltre l'homo oeconomicus, Giuffrè Editore, Milano, 2009;

scelte che per l'analisi economica risultano irrazionali. La nascente teoria è composta da una moltitudine di modelli economici, ma lo scopo della disciplina non è sostituire le teorie economiche tradizionali ma di affiancarle per arrivare ad una più chiara spiegazione sui comportamenti umani trascurati dalla teoria classica inerenti scelte economiche. Questi modelli permettono di comprendere e prevedere determinati avvenimenti comprendendo al meglio l'individuo e i modelli stessi<sup>73</sup>

---

<sup>73</sup> Sacha Gironde, La neuroeconomia. Come il cervello fa i nostri interessi 2010;

## CAPITOLO 2

### Economia comportamentale

#### 2.1 La nascita dell'economia comportamentale

Per colmare il nascente divario tra la teoria economica e la realtà empirica, l'economista Maurice Allais agli inizi degli anni '50 pubblica su una delle più importanti riviste economiche per l'epoca, "Econometrica", l'articolo "Il comportamento dell'uomo razionale di fronte al rischio. Critica ai postulati e agli assiomi della Scuola Americana". Il paradosso di Allais, mette in discussione l'assioma di indipendenza, ponendo in contrapposizione il concetto dell'utilità attesa dell'agente economico, dimostrando attraverso la somministrazione di questionari ad un campione di individui, come le scelte siano contrastanti nel momento in cui gli individui sono chiamati a scegliere tra alternative probabili e certe. Allais dai dati raccolti denota la violazione dell'assioma di indipendenza e constata che gli individui attuano scelte senza logica attesa in risposta alle domande a loro sottoposte, con discrepanza tra la scelta migliore e quella realmente effettuata.<sup>74</sup>

Circa 10 anni più tardi, nel 1961, l'economista Daniel Ellsberg pubblica il lavoro conosciuto come il paradosso di Ellsberg. L'economista studia il comportamento degli agenti economici nelle fasi decisionali con opzioni poco probabili in un contesto ambiguo, dove le informazioni per compiere la scelta migliore sono scarse e di difficile verifica perchè vaghe e imprecise. Dalle osservazioni raccolte dimostra come il comportamento umano si modifica in questi contesti, non rispettando l'assioma della transitività, nel quale le scelte

---

<sup>74</sup> Maurice Allais, Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'école américaine .in *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, Blackwell Publishing, 1953, pp.503-546.

non sono guidate da assiomi microeconomici ma verso soluzioni soggettivamente preferibili.<sup>75</sup> In precedenza economisti come Vilfredo Pareto e John Maynard Keynes considerarono le caratteristiche psicologiche all'interno di una realtà economica utili per prevedere gli andamenti del mercato stesso, con evidenza sull'incertezza delle aspettative nel breve e lungo periodo. Gli individui quindi valutano le scelte da compiere non sempre basandosi sulla razionalità ma anche sulle aspettative. Keynes definisce anche il concetto di Animal Spirit nella teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta. Importanti sono per l'economista le emozioni istintive che guidano il comportamento umano all'interno del mercato, intese come fattori psicologici e motivazionali positivi come l'ottimismo e l'intuizione, che invogliano l'individuo a ricercare il successo non considerando appieno il concetto di perdita, presente nelle decisioni più razionali. Per Keynes questo comportamento spiega il sopraggiungere della depressione del 1929 e l'obbligatorietà dell'intervento statale all'interno del mercato per correggere gli effetti di scelte non razionali. Gli economisti Robert Lucas e Thomas Sargent con la Teoria delle aspettative razionali, rispondono al pensiero keynesiano degli Animal Spirits, secondo cui gli individui costruiscono le proprie aspettative razionalmente compiendo le scelte sempre perché utilizzano le informazioni efficientemente. Si ottiene così la valutazione di una previsione della scelta basata sull'utilizzo efficiente di tutte le informazioni disponibili, compiendo scelte razionali, quindi senza errori. Gli individui per il pensiero economico tradizionale hanno accesso a tutte le informazioni, ma all'interno del mercato esistono le asimmetrie informative, e secondo la teoria economica, tutti gli agenti economici dispongono delle medesime informazioni. La presenza di

---

<sup>75</sup> Daniel Ellsberg, Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms, in *Quarterly Journal of Economics*, vol. 75, n. 4, 1961;

asimmetrie informative crea mercati inefficienti, fallimentari per l'allocazione delle risorse, in quanto si attuano scelte opportunistiche<sup>76</sup>. Quando l'individuo compie scelte di questo tipo si parla di azzardo morale, che prevede un comportamento diverso da quello che adoterebbe in presenza di conseguenze economiche negative. In questo caso il soggetto che ha a disposizione più informazioni, compie scelte a danno dell'altro soggetto, ed è una caratteristica che capita sovente ad esempio all'interno del mercato assicurativo in cui dopo aver stipulato un contratto di assicurazione, l'assicurato tende a fare meno attenzione e diventa meno prudente, creando un aumento dei rimborsi richiesti. Il pensiero economico tradizionale è criticato anche dall'economista Amartya Kumar Sen<sup>77</sup>, che espone l'idea secondo cui la razionalità non è intesa come coerenza in base alla scelta effettuata in vista di una massimizzazione dell'interesse personale, ma al contrario, la coerenza non può essere da sola oggetto di decisioni razionali. Tutto ciò che si fa al di fuori del proprio interesse è da considerarsi irrazionale per la teoria classica. In realtà non è vero perché le persone non prendono decisioni solo basandosi sull'interesse della persona, ma possono adottare un comportamento altruistico. Per Sen l'economia si è evoluta creando una discrepanza con l'etica, ma le due materie essendo interdipendenti, funzionano efficientemente insieme. L'economista conclude affermando che l'economia ponendo l'attenzione su elementi etici e psicologici presenti nel comportamento umano può diventare più efficiente. Il dualismo tra economia e psicologia nasce dal non tener conto da parte della materia economica, della soggettività e dei sentimenti, non considerando gli errori sistematici e le

---

<sup>76</sup> Un esempio di mercato fallimentare in cui sono presenti scelte opportunistiche la si può trovare nell'articolo dell'economista George Akerlof "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism".

<sup>77</sup> Sen A.K. (1988), *Etica ed economia*, Laterza;

limitazioni cognitive degli individui. Questo cambio di pensiero inizia ad avvenire dal 1940 con lo psicologo americano George Katona<sup>78</sup>, che collabora per il governo americano per l'abbassamento dell'inflazione durante il secondo conflitto mondiale. Decreta l'utilizzo della psicologia come strumento vincente per riuscirci. Sviluppa l'indice sul sentimento dei consumatori in quanto crede che l'inflazione sia determinata dalla fiducia dei consumatori. Costruisce una scala che misura la fiducia degli individui verso l'andamento dell'economia americana con lo scopo di capire le aspettative sulla situazione economica futura. Determina con l'indice che le aspettative delle persone influenzano l'andamento degli investimenti, prevede lo sviluppo economico post bellico, non preannunciato dagli economisti convenzionali. G. Katona è il primo a convergere l'utilizzo di queste due materie dimostrando come le emozioni e i sentimenti vadano ad influenzare l'individuo nella fase di una scelta economica.

Dagli inizi degli anni '60 la psicologia cognitiva si focalizza sullo studio del cervello umano come strumento per l'elaborazione delle informazioni, con la nascita della futura economia comportamentale. La nascente disciplina economica utilizza concetti psicologici per sviluppare schemi comportamentali diversi rispetto a quelli della teoria classica. Studia le evidenze empiriche del comportamento umano fondate su fattori sociali, cognitivi e psicologici che influenzano le scelte dei soggetti, evidenziando come gli individui siano esseri influenzabili dal contesto nel quale si trovano e di come siano condizionati dalle emozioni e dall'impulsività. La nascente disciplina mette in luce i limiti della razionalità dei soggetti economici e dimostra come nel compiere delle scelte incerte, l'individuo è ostacolato dai bias

---

<sup>78</sup> Wärneryd, K.-E. (1982). The life and work of George Katona. *Journal of Economic Psychology*;

cognitivi, ossia distorsioni del giudizio che portano ad errori sistematici.

Il primo economista che discusse il concetto di razionalità è H. A. Simon, definibile come il precursore dell'economia comportamentale. Nel 1955 nell'articolo *A Behavioral Model of Rational Choice*, effettua il primo tentativo di includere volutamente elementi psicologici nella teoria della razionalità economica, parlando della razionalità limitata. Simon definisce il comportamento umano basando lo studio sui risultati ottenuti dalle decisioni prese, insieme alle modalità e i comportamenti adottati per raggiungere le scelte. Per la psicologia cognitiva l'uomo è un essere che gode di limitate informazioni e si comporta intenzionalmente come individuo razionale, ma che di fronte a fattori limitanti, nel senso di informazioni scarse e un tempo limitato per effettuare la scelta, può compiere scelte istintive e non razionali. I limiti cognitivi dell'uomo per Simon sono una poca attenzione e un limitato tempo per scegliere, una memoria non in grado di accumulare grandi quantità di informazioni e di elaborarle velocemente quando occorre recuperare le informazioni utili, una scarsa comprensione organizzativa e di connessione delle informazioni immagazzinate. Si può dire che la razionalità dell'uomo è limitata e Simon suggerisce di sostituire la figura dell'*homo oeconomicus*, con l'uomo amministrativo, un soggetto consapevole di essere limitato razionalmente, che utilizza la propria percezione soggettiva del mondo reale per spostarsi e adottare una serie di strategie a lui favorevoli per arrivare al fine. Contesta la teoria dell'economia tradizionale della scelta ottima secondo cui una scelta è ottimale solo se, confrontata con le alternative, che permettono di massimizzare l'utilità, data una certa disponibilità economica. Introduce quindi il principio della scelta soddisfacente, che non considera tutte le scelte possibili ma solo quelle che garantiscono una minima soddisfazione, con la scelta dell'opzione più

soddisfacente possibile. Per Simon l'individuo non sceglie l'ottimo, ma la scelta che gli garantisce un livello minimo accettabile valutata tale dall'individuo stesso. Il principio della soddisfazione è contrapposto a quello dell'efficienza di Vilfredo Pareto, perché nel momento in cui vengono effettuate ricerche di informazioni base, non bisogna continuare nella ricerca di altre opzioni per individuare quella ottimale, ma bisogna arrestare la ricerca nel momento in cui si raggiunge la soddisfazione. Per Simon l'uomo è come una macchina, ma non considera i processi psicologici, sociali ed emotivi che permettono all'individuo di effettuare la scelta finale.

Successivamente nel 1970 viene formulata la teoria economica conosciuta come the Efficient Market Hypothesis dall'economista Eugene Fama<sup>79</sup>. La teoria mostra l'efficienza dei mercati finanziari nell'esprimere il prezzo attraverso il reale valore dei titoli negoziabili corrispondenti alla somma dei flussi di cassa attesi nel lungo periodo, presentando tutte le informazioni disponibili. Secondo la legge della domanda e dell'offerta, l'esistenza di nozioni positive circa l'azienda e le sue prospettive di crescita economica nel lungo periodo, determinano un aumento del livello della domanda di acquisto dei suoi titoli, con un innalzamento del prezzo di quotazione collegato. Il rialzo è percepito dagli altri investitori come sinonimo di guadagno, invogliandoli nell'investire nei medesimi prodotti, con conseguente aumento del valore del titolo. L'intercettazione di notizie negative produce un'inversione di comportamento negli azionisti, spingendoli a disinvestire, con l'innescò della discesa del valore del titolo fino ad un nuovo adeguamento al valore fondamentale dell'azienda emittente. Il fulcro è il comportamento razionale dell'investitore, che agisce per massimizzare i profitti con preferenza per quei prodotti con rendimenti più alti e

---

<sup>79</sup> E. Fama, (1970), "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25, p. 383-417;

informazioni garantite dall'aumento dei prezzi di mercato. La teoria presuppone l'esistenza di tre diverse preposizioni riconducibili a tre diversi tipi di investitori che operano in maniera irrazionale. La prima presuppone che gli investitori razionali agiscano immediatamente attraverso l'acquisto o la vendita dei titoli al variare delle informazioni positive o negative che siano, provocando un ribasso del prezzo. La diminuzione o l'incremento è percepito dagli altri investitori che si adeguano all'andamento acquistando o vendendo dei titoli, riportando il prezzo di mercato in linea con il valore effettivo. I guadagni ottenuti non creano guadagni speculativi, in quanto non si discostano dal reale valore del titolo di mercato per via della coincidenza del valore intrinseco dell'azione e la sua quotazione. La teoria dell'economista riconosce che l'andamento scostante è influenzato da notizie impreviste che però possono essere assimilate dai soggetti, facendo tornare il mercato efficiente, segnalando quelle evidenze empiriche che hanno portato a rivedere la teoria di base. Si parla in questo frangente della finanza comportamentale per spiegare la comprensione del modello di Fama per capire il comportamento degli investitori come un processo emozionale che coinvolge il processo di scelta. Alla base della finanza comportamentale risiede il concetto secondo cui in un mercato risiedono sia investitori razionali che irrazionali, con effetti di questi ultimi sui prezzi, con un soggetto limitatamente razionale e spesso prevedibile.

Si inizia a parlare di economia comportamentale negli anni '70 del secolo scorso, grazie ai due promotori Daniel Kahneman e Amos Tversky, insigniti del premio Nobel per l'economia nel 2002 per le loro teorie. La collaborazione tra i due economisti si intensifica dal 1969, grazie all'elemento comune della psicologia come scienza esatta. Analizzano come le persone si comportano nei loro stati normali, tramite la somministrazione di questionari sia a soggetti specialisti che a

studenti, statunitensi e israeliani, scoprendo che le persone traggono conclusioni prendendo come base di partenza campioni statistici non rappresentativi dell'universo, confondendo un piccolo fenomeno con il tutto<sup>80</sup>, pubblicando nel 1971 "La credenza nella legge dei piccoli numeri". Le persone compiono scelte errate perchè non sanno calcolare la probabilità, quindi seguono l'euristica<sup>81</sup>, dal greco "scopro", una fetta della logica focalizzata sull'insieme di strategie, tecniche e procedimenti che portano l'uomo a nuove scoperte, utilizzata dal soggetto per ricercare un argomento, un concetto o una teoria adeguati a risolvere un problema dato<sup>82</sup>. I due economisti rivoluzionano la ricerca accademica del pensiero umano, mettendo in luce gli errori senza attribuirli all'irrazionalità umana. I loro studi pubblicati nell'opera *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, del 1974, presentano le tre euristiche utilizzate dagli individui nei processi valutativi. In special modo le persone si fanno guidare dall'euristica della rappresentatività se al verificarsi di un certo evento A, giudicato più probabile di un altro evento B, perchè A appare più rappresentativo di B. I due economisti sottoposero al campione scelto il quesito se fosse più probabile l'ordine delle nascite maschio-femmina-maschio-maschio-maschio, oppure se fosse più probabile la sequenza femmina-maschio-femmina-maschio-maschio-femmina con un risultato raccolto di attendibilità maggiore sulla prima ipotesi presentata in quanto più attendibile rispetto alla società di appartenenza degli intervistati.

Kahneman e Tversky introducono successivamente il concetto di un'euristica della disponibilità, chiedendo agli intervistati se fosse più probabile che la lettera K appaia più frequentemente in una parola in prima posizione oppure in

---

<sup>80</sup> "La credenza nella legge dei piccoli numeri", Kahneman e Tversky, 1971;

<sup>81</sup> Daniel Kahneman e Shane Frederick, *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*, New York, Cambridge University Press, 2002

<sup>82</sup> *Ibidem*;

terza. Le risposte ottenute siglano una doppia probabilità di trovare la lettera K in prima posizione rispetto alla terza, condizione errata nella lingua inglese dove la posizione della lettera K è in terza posizione con una probabilità doppia, quindi il giudizio degli studenti si era dimostrato sbagliato, dovuto al fatto che la memoria distorce il giudizio e anche l'euristica della disponibilità effettua distorsioni cognitive.

I due economisti definiscono poi l'euristica dell'ancoraggio sottoponendo agli intervistati un'espressione matematica da risolvere in 5 minuti. Dato il poco tempo a loro disposizione gli studenti fecero calcoli approssimativi e aggiustamenti. Si attende un risultato finale più basso rispetto all'esatta soluzione e che il valore mediano sia più alto nel primo quesito rispetto al secondo, per i numeri più alti presenti all'inizio dell'espressione. Questi due assunti si rivelano veri in quanto il valore mediano è più alto nella seconda sequenza sottoposta rispetto alla prima. L'articolo spiega come l'euristica della rappresentatività, disponibilità e ancoraggio riducono il rischio di scegliere risposte probabili basate sul ragionamento, in quanto anche se utili, portano a errori sistematici detti bias cognitivi, che rappresentano deviazioni dalla teoria tradizionale utili come indici delle tre euristiche. I bias nascono come una conseguenza di un'adozione inefficace dell'euristica che porta ad una percezione sbagliata e pregiudizi.

Richard Thaler supporta che le scelte effettuate utilizzando le euristiche, producano errori prevedibili che modificano la realtà delle scelte. Infatti riconosce come gli individui nel prendere decisioni possano essere definiti in "pleasure machine" piuttosto che in esseri razionali. Adotta l'interdisciplinarietà nei suoi studi focalizzandosi maggiormente su discipline come il marketing e la finanza. Sviluppa la teoria sulla fungibilità del denaro, irrilevante secondo l'economista è

l'origine dei fondi, ma fondamentale è l'idea che tutto il denaro sia identico. La teoria della contabilità mentale prevede che le persone siano in primo luogo capaci di trattare il denaro come fungibile e successivamente che siano in grado di distinguere fra denaro ricevuto in dono e denaro guadagnato. Gli individui preferiscono mantenere interi patrimoni fermi con rendimenti bassi e poco rischiosi, piuttosto che rinunciarvi per scelte più vantaggiose ma rischiose. Thaler è conosciuto per lo sviluppo di politiche di paternalismo libertario o architetture delle scelte, che partono dal presupposto che l'uomo compia scelte irrazionali e quindi sono utili politiche non coercitive per indirizzarlo al meglio, per far sì che le scelte siano desiderabili sul piano vita, studio, salute, lavoro, risparmio, investimenti e ambiente, per migliorare il benessere individuale e collettivo. Si fa riferimento alla teoria della "spinta gentile", in inglese Nudge, ovvero un pungolo dell'economia comportamentale, che influenza le abitudini migliorando stili di vita indirizzando l'individuo verso scelte razionali. La teoria dei nudge sostiene proprio che i processi decisionali possono essere influenzati attraverso stimoli indiretti, molto più efficaci rispetto alle regole e conseguenti premi o punizioni<sup>83</sup>. Per ottenere questo risultato i nudge devono essere accompagnati da un'architettura delle scelte che tenga conto dei principali bias<sup>84</sup> cognitivi del comportamento umano. Si fa riferimento alla pressione sociale che spinge l'individuo al conformismo perché sente il bisogno di essere accettato. Il framing che è il modo in cui la scelta viene presentata tenendo conto principalmente dei benefici che si ottengono dal compiere quella determinata azione. Infine risiede l'opzione default per la quale gli esseri umani mostrano avversione al cambiamento e tendono all'inerzia, quindi le scelte ricadono su impostazioni

---

<sup>83</sup> Richard Thaler e del giurista Cass Sunstein, "Nudge – La spinta gentile";

<sup>84</sup> La distorsione cognitiva è un pattern sistematico di deviazione dalla norma o dalla razionalità nei processi mentali di giudizio; Oxford Advanced Learners Dictionary at Oxford Learners Dictionaries;.

predefinite. La teoria di Thaler, sorpassa il campo economico per avvicinarsi alle neuroscienze cognitive e sociali offrendo nuovi strumenti per comprendere la realtà, citando il pensiero di Pietro Pietrini “Una spinta gentile verso un nuovo umanesimo”<sup>85</sup>.

## **2.2 La nascita dell'economia comportamentale**

Nel 1979 Daniel Kahneman e Amos Tversky elaborano “La teoria del prospetto: un’analisi delle decisioni in condizioni di rischio”, rappresentante un’alternativa all’economia razionale con un fondamento psicologico che spiega le scelte dei consumatori. La teoria è stata oggetto di molta risonanza rispetto alle precedenti pubblicazioni, con il divenire di una delle teorie fondamentali dell’economia comportamentale. I due economisti presentano nello studio un modello differente da quello classico, che tiene conto dell’aspetto psicologico dell’individuo, con una valutazione più descrittiva e basata sulla realtà empirica, integrando il principio dell’utilità. La teoria nasce con lo scopo di dimostrare come gli esseri umani non seguano la razionalità perfetta nelle fasi decisionali, e analizzano il comportamento dell’individuo in una situazione decisionale rischiosa, ne descrivono le caratteristiche che portano alla scelta finale.

Per la teoria dell’utilità attesa, secondo cui il processo decisionale avviene dopo un’attenta valutazione che implica la considerazione sia di scelte di successo, che di scelte negative, l’utilità di profitto e quella della perdita sono ugualmente calcolate come la differenza di due stati di benessere che si differenziano solo dal segno, la teoria non distingue tra vincita e perdita perché la differenza è ritenuta irrilevante e quindi non approfondita. Si può affermare che le vincite e le perdite dipendono da fattori soggettivi che possono variare secondo le circostanze nelle quali l’individuo opera e

---

<sup>85</sup> Pietro Pietrini, Neuroscienziato e psichiatra, Direttore, Scuola IMT Alt Studi Lucca, articolo Thaler: un Nobel alla conoscenza, non solo all’economia;

che per quest'ultimo le perdite siano molto più impattanti rispetto alle vincite.

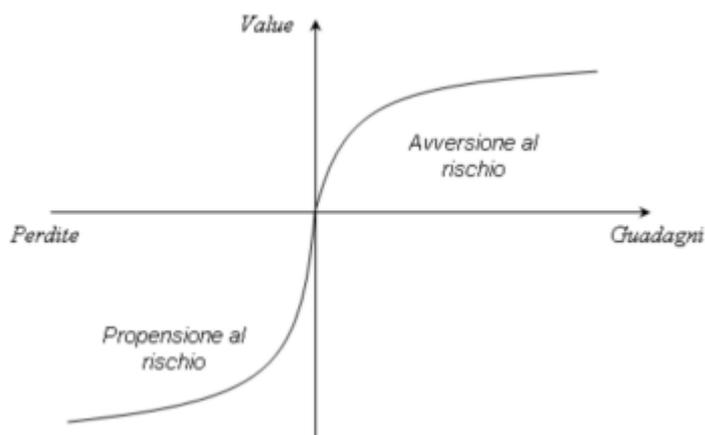
Kahneman e Tversky sottopongono ad un gruppo di intervistati il questionario con più opzioni, l'opzione A – vincita di 4.000 dollari con una probabilità dell'80%, e l'opzione B – vincere 3.000 dollari. Gli individui scelsero in maggioranza la scelta B la cui utilità attesa è più bassa rispetto all'altra opzione. Inserirono successivamente nel questionario oltre al guadagno certo anche le perdite, chiedendo agli intervistati di scegliere tra A- l'opzione di perdere 4.000 dollari con l'80% di probabilità e B- perdere 3.000 dollari con certezza. I risultati raccolti fecero emergere come gli individui dimostrano un'avversione al rischio con possibilità di perdite, con la maggioranza degli intervistati che rispose scegliendo l'opzione A. Un altro elemento che inseriscono è l'isolamento, emerso sottoponendo agli intervistati due scommesse identiche ma percepite dagli individui in modo differente. Nel caso A si prospetta un dono di 1.000 dollari con le seguenti 2 opzioni: (1) vincere un dono di 1.000 dollari con la probabilità del 50%, (2) vincere un dono di 500 dollari. Il risultato raccolto vede una prevalenza di risposte per l'opzione (2), in quanto l'individuo preferisce un guadagno più basso ma certo piuttosto che un guadagno probabile. Il caso B prospetta invece un dono di 2.000 dollari con le seguenti due opzioni: (3) una probabilità del 50% di perdere 1.000 dollari e (4) una perdita secca di 500 dollari. Il risultato mostra come le persone preferiscano scommettere invece della perdita certa. I due problemi esposti sono uguali in quanto al caso B è dato dall'aggiunta di 1.000 dollari al bonus rispetto ad A e togliendo 1.000 dollari dall'ultima opzione. Si desume che le persone diano più importanza alla ricchezza piuttosto che al valore finale della loro ricchezza, influenzate dal modo di scrittura dei casi sottoposti non percependo l'effetto certezza, focalizzandosi sulle descrizioni dei problemi posti invece che

sulle opzioni stesse. Risulta quindi importante il contesto nel quale le preferenze cambiano in base a come sono presentate.

I due economisti presentano così l'alternativa all'utilità attesa, mostrando come le persone siano inclini a dare maggiore importanza alla ricchezza piuttosto che al valore assoluto, scegliendo di scommettere solo se c'è una probabilità certa di vincita anche minima, scegliendo altrimenti di non scommettere<sup>86</sup>.

Nel grafico 2.1 è presente l'interpretazione che la Prospect Theory effettua in funzione dell'utilità considerando anche le distorsioni cognitive responsabili delle scelte irrazionali. la curva presenta pendenza positiva nel caso dei guadagni diminuendo all'aumentare di questi ultimi. Ogni incremento nei guadagni avrà un effetto minore rispetto al precedente rispetto al benessere complessivo. La curva decresce nel quadrante di sinistra e mostra come la pendenza si riduce sempre meno con l'aumento delle perdite<sup>87</sup>.

*Grafico 2.1: Funzione di utilità*



*Fonte: Teoria del prospetto, Wikipedia.org;*

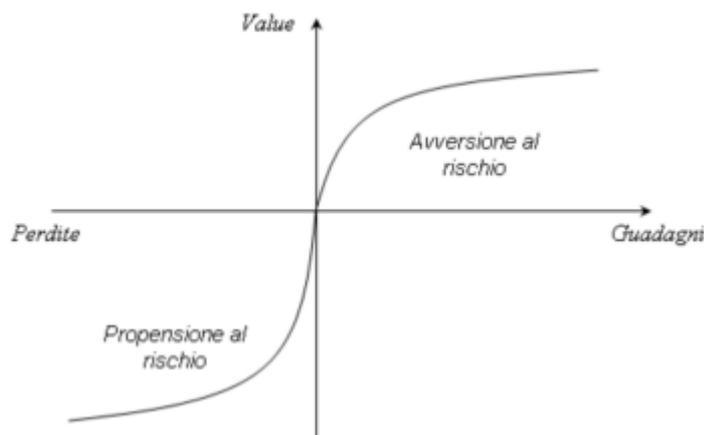
La Teoria del prospetto spiega come e perché le scelte degli individui si discostano da quelle previste dalla

<sup>86</sup> Un'amicizia da Nobel. Kahneman e Tversky, l'incontro che ha cambiato il nostro modo di pensare, di Michael Lewis (Raffaello Cortina Editore);

<sup>87</sup> Rasiel, E. (2016). Materiale didattico del corso di Behavioral Finance. Recuperato dal sito web della piattaforma Coursera. [www.coursera.com](http://www.coursera.com);

teoria dell'utilità attesa e del comportamento razionale<sup>88</sup>. La verifica dell'esistenza di affermazioni logicamente equivalenti che conducono a scelte diverse per le decisioni, influenzate da variabili come il linguaggio, il contesto, la natura del quesito e/o la percezione soggettiva del quesito, spiegano come gli individui si comportano in modo soggettivo quando sono di fronte alla medesima scelta. Con la Teoria del prospetto vengono introdotti nuovi assiomi: la violazione della linearità nella probabilità; il reflect effect secondo cui l'atteggiamento al rischio non è invariato di fronte al rischio di una perdita; l'Isolation effect, in una scelta a più livelli, l'individuo non tiene conto della ricchezza assoluta.

*Grafico 2.2 Funzione del valore e propensione al rischio*

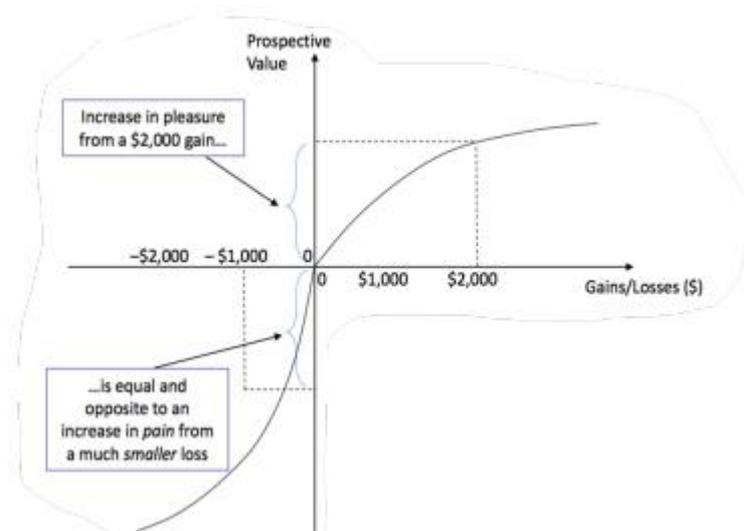


*Fonte: Behavioral Finance by Duke University, [www.coursera.com](http://www.coursera.com), 15 luglio 2017.*

L'atteggiamento dimostrato dagli individui di avversione al rischio è riscontrabile anche per l'avversione alle perdite, infatti produce nell'investitore un sentimento di malessere più alto rispetto all'ottenimento di una vincita di 2.000 dollari. Il grafico 2.3 mostra come la pendenza superiore è rappresentata dalla perdita di 1.000 dollari e la curva produce la medesima pendenza per un guadagno di 2.000 dollari.

<sup>88</sup> Articolo "status quo" di Ilaria Carretta - *Università Vita-Salute San Raffaele*;

*Grafico 2.3 Funzione di utilità: perdite*



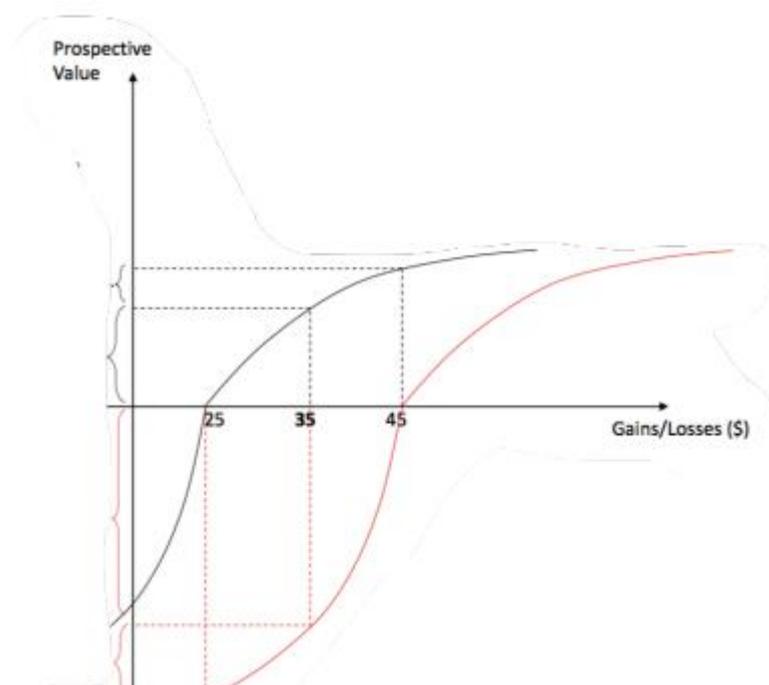
*Fonte: Behavioral Finance by Duke University,  
www.coursera.com, 15 luglio 2017*

L'avversione al rischio e alla perdita può essere associato anche al mercato azionario, nel quale prendendo due investitori A e B che in tempi diversi hanno acquistato titoli azionari, A si ritrova con un guadagno mentre B con una perdita. L'azionista in guadagno sarà più disposto a vendere per incassare il profitto. B invece è in perdita e preferisce non vendere le azioni nella speranza di un nuovo incremento del titolo per evitare una perdita certa che provoca sentimenti negativi nell'azionista.<sup>89</sup>

Nel grafico 2.4 si nota il comportamento degli investitori secondo la teoria del prospetto. L'investitore che è in guadagno è più propenso alla vendita del titolo e al guadagno dei 10 dollari, mentre l'investitore in perdita tende a non vendere il titolo sperando in un guadagno futuro dato dalla ripresa del titolo, evitando così la perdita certa che provocherebbe un sentimento negativo nell'azionista.

<sup>89</sup> Rasiel, E. (2016). Materiale didattico del corso di Behavioral Finance; Recuperato dal sito web della piattaforma Coursera. [www.coursera.com](http://www.coursera.com);

*Grafico 2.4 - Funzione investitore*



*Fonte: Behavioral Finance by Duke University,  
www.coursera.com, 17 luglio 2017.*

Kahneman e Tversky definiscono l'economia comportamentale come un insieme di strumenti di lavoro, più che un modello teorico chiuso. La Prospect Theory rappresenta un distacco significativo dal paradigma neoclassico, mettendo in luce l'individuo come un essere irrazionale spinto dall'interesse personale. Si evidenzia come non ha l'obiettivo di sostituire i modelli economici classici, ma di affiancare una visione alternativa che tenga conto dei sentimenti delle persone.

### **2.3 La contabilità mentale**

La contabilità mentale è un modello che prende in considerazione le operazioni mentali effettuate dagli individui e le economie domestiche. Le scelte sono considerate come un insieme di contabilità mentale con lo scopo di codificare le informazioni per permettere agli individui di compiere le scelte. Thaler introduce il modello di mental accounting riprendendo il concetto della contabilità che normalmente si

utilizza per le operazioni finanziarie all'interno del sistema contabile, per permettere la registrazione e l'elaborazione delle scelte per l'analisi e comparazione dei risultati raccolti. Questo è utile per comprendere gli impatti delle decisioni finanziarie e per tracciare le uscite monetarie, attività svolte dalle economie domestiche oltre che dalle imprese<sup>90</sup>. La teoria si fonda dalle basi di Kahneman e Tversky della teoria del prospetto, con il mantenimento dell'assioma decisionale del comportamento degli individui di fronte alle perdite e ai guadagni. Diversamente dalla teoria del prospetto, le scelte finali prese dai soggetti per la contabilità mentale sono influenzate anche dall'origine dei soldi, sostenendo che gli individui categorizzano e raggruppano le spese per tipologia. Sono trattati diversamente anche i ricavi, in base alla loro provenienza sono percepiti in modo diverso. Quanto esposto è contrario alla teoria economica tradizionale secondo la quale il denaro è trattato senza distinzione alcuna e secondo cui è sostituibile, come enunciato nel principio di fungibilità, per esempio una banconota da 10 euro è sostituibile con 2 pezzi da 5 euro<sup>91</sup>. Anche i saldi dei conti mentali rientrano nel processo del mental accounting, in quanto ogni individuo stabilisce per ogni tipo di spesa un budget. In questo scenario una spesa verrà effettuata con maggiore probabilità se può essere indirizzata verso un conto che presenta già un saldo negativo oppure se rappresenta un guadagno maggiore, considerando anche le spese che comportano i costi sommersi. Thaler propone l'esempio dell'investimento di 1.000 dollari nell'acquisto di azioni. Il valore fluttua in base all'andamento del mercato, se il valore cambia l'azionista avrà un guadagno oppure una perdita teorica, fino a quando l'azione non sarà venduta e così il guadagno o la perdita sarà realizzata. Una perdita reale è emotivamente più impattante rispetto ad una perdita teorica.

---

<sup>90</sup> Thaler & Johnson, 1990, cit. in Barberis, 2011, p. 184;

<sup>91</sup> Thaler, R.H. (1999). Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making*.

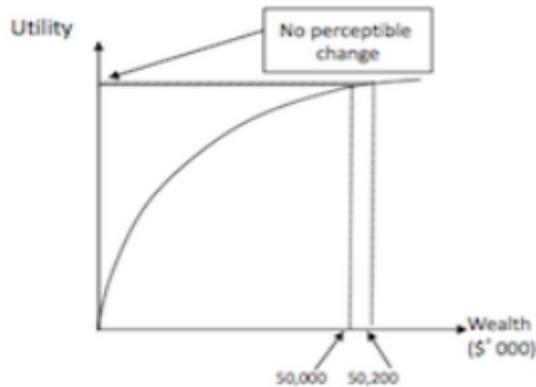
Gli individui secondo la teoria del prospetto sono propensi al rischio solo quando tra le scelte sono presenti delle perdite che recano maggiore disutilità rispetto ad un guadagno. L'investitore deciderà di vendere il titolo solo se il valore del titolo non è in perdita, quindi il conto mentale legato all'operazione di scelta resta aperto.

#### **2.4 L'economia comportamentale e l'economia classica**

Con la teoria del prospetto si evidenziano i comportamenti degli individui nei confronti delle perdite e dei guadagni con incidenza maggiore a livello emotivo nel caso di perdite piuttosto che in caso di guadagni, mettendo in luce un atteggiamento attento al rischio. Il framing che porta il soggetto a compiere la decisione finale nel valutare tutte le opzioni, incide portando gli individui a compiere scelte definibili anche non razionali. Nell'utilità attesa le decisioni sono valutate in base alle analisi effettuate prima di compiere la scelta, cosa che in realtà non succede a livello cognitivo nella fase della valutazione di tutte le informazioni che l'individuo possiede.

Comparando le due scuole di pensiero si riprende il concetto dell'effetto isolamento, per il quale gli individui separano il totale guadagnato dalle donazioni iniziali ricevute nella fase di scelta dell'opzione migliore. I soggetti distinguono tra guadagni e perdite nel medesimo modo delle donazioni e guadagni, codificando i guadagni meno rilevanti e non considerando la ricchezza assoluta secondo la teoria tradizionale.

Grafico 2.5 - Utilità marginale di un guadagno secondo i principi classici;

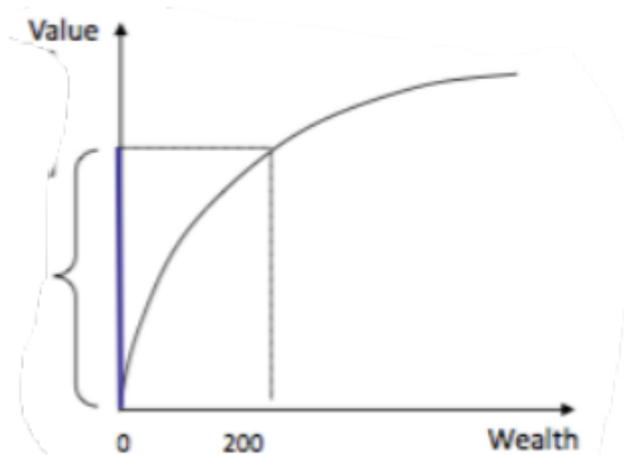


*Behavioral Finance by Duke University, [www.coursera.com](http://www.coursera.com), consultato il 18 luglio 2017;*

Il grafico 2.5 mostra come il guadagno di 200 dollari rispetto alla ricchezza iniziale di 50.000 dollari contribuisce in minima parte all'utilità totale secondo il principio dell'utilità marginale decrescente.

Si può notare l'approccio dell'economia comportamentale nel grafico 2.6 nel quale un ricavo di 200 dollari è considerato isolato rispetto al patrimonio già in possesso dell'individuo, con una curva in crescita sull'utilità dell'individuo rispetto al precedente grafico dell'economia classica<sup>92</sup>.

Grafico 2.6 – Utilità marginale di un guadagno secondo i paradigmi



<sup>92</sup> Rasie dal sito

*Behavioral Finance by Duke University, [www.coursera.com](http://www.coursera.com),  
consultato il 18 luglio 2017;*

Secondo la contabilità mentale si evidenzia la poca razionalità degli agenti economici, in primis nel riconoscere i costi sommersi, individuabili da un individuo che ha tutte le informazioni certe ed è capace di massimizzare l'utilità dalla scelta che effettua. Gli individui non essendo propensi al rischio considerano la spesa come ad una perdita a livello mentale, e il denaro speso è inteso come non recuperabile. Il sistema di contabilità mentale è il modo in cui il cervello considera i soldi, distinguendoli per origine e destinazione e non è rispettato il principio della fungibilità del denaro. Thaler dimostra come gli individui non sono esseri razionali in quanto se messi di fronte ad una situazione che genera il medesimo benessere, preferiscono una scelta piuttosto che l'altra, quando nella realtà non sussistono differenze. Quando gli individui sono posti di fronte alla cooperazione, sono disposti a sacrificare anche parte dei propri guadagni a favore della reciprocità e collaborazione. Questo concetto è contrario all'idea dell'uomo egoista che tende a massimizzare il proprio benessere secondo l'economia tradizionale. A supporto della componente empatica e morale che prevale sul guadagno dell'individuo studiosi delle neuroscienze hanno esposto un esperimento. La fattispecie riguarda un tram senza controllo che investe 5 operai che stanno lavorando sui binari dello stesso mezzo che compie il fattaccio. Le 5 persone possono essere salvate spingendo un altro uomo sui binari condannandolo a morte certa, rallentando così la corsa del tram, salvando gli operai. Sono due opzioni che presentano entrambe scelte difficili da compiere perché impattanti emotivamente. La maggioranza delle risposte raccolte è stata per non spingere l'uomo sui binari, andando quindi contro la

teoria utilitaristica del salvare i 5 operai, compiendo una scelta razionale, ma nella realtà la componente empatica prevale nel soggetto decisore facendo riflettere sulle conseguenze che avrebbe il gesto sulla psiche del soggetto.<sup>93</sup>.

---

<sup>93</sup> Anderson & Beauchamp, 2017 cit. Hauser, Cushman, Young, Kang-Jin Xing e Mikhail, 2007, p. 116;

## CAPITOLO 3

### Il mercato immobiliare

#### 3.1 Premessa

Si introducono nel seguente capitolo le fluttuazioni del mercato immobiliare, fino allo scoppio di una delle più grandi crisi economiche mondiali nota come la crisi dei mutui subprime, successiva solo alla Grande Depressione del 1929. La crisi del secolo scorso fu un evento economico-finanziario che coinvolse per la prima volta, l'intero sistema mondiale a causa dell'interdipendenza tra le economie che si era creata con la prima globalizzazione, sviluppatasi dai primi anni del '900. La seconda crisi economico finanziaria per gravità si verifica dal 2007 al 2008, con l'avvento della grande Recessione americana, che trascina i suoi effetti dal mercato finanziario all'economia reale, con strascichi ancora presenti a distanza di anni.

Lo scoppio della bolla speculativa del 2008 è del tutto inaspettata e gli effetti immaginati dagli economisti non erano così disastrosi, e non comprendevano il contagio dell'economia a livello mondiale. Si può definire come una crisi differente rispetto alle precedenti avvenute dalla metà del secolo scorso, da quella del 1970 con la crisi petrolifera a quella degli inizi del 2000 con la bolla di internet.

L'innescò è causato dalla crisi dei mutui subprime<sup>94</sup> e dallo sgonfiamento della bolla del mercato immobiliare. Le cause sono paragonabili a quelle del martedì nero del 1929, per un eccesso di liberismo, un mercato borsistico sopravvalutato, una politica monetaria troppo accomodante, un crollo dei prezzi delle materie prime e dell'attività industriale.

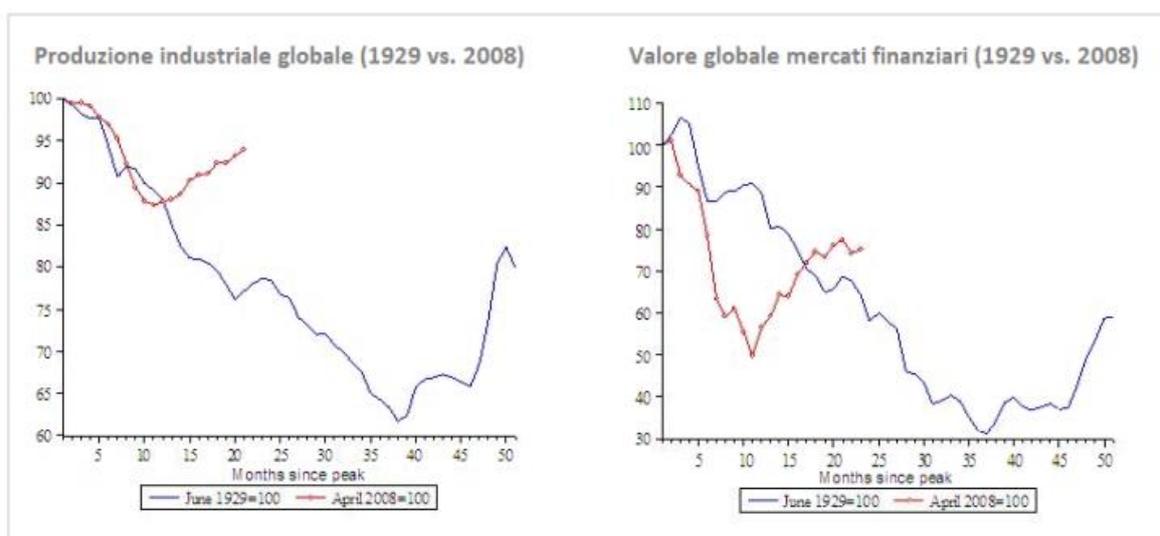
---

<sup>94</sup> Prestiti concessi a soggetti che non godono di sufficienti garanzie per la restituzione del capitale a causa del reddito basso o di insolvenze pregresse;

### 3.2 Gli indicatori del settore immobiliare: l'indice dei prezzi Case-Shiller e l'indice delle vendite NAHB

Nel panorama del mercato immobiliare possedere informazioni valide per gli acquirenti, i venditori e gli investitori è fondamentale. Gli indici sono utili nell'analizzare l'andamento del mercato immobiliare e per capirne lo stato di salute, fornendo informazioni ai soggetti basate su dati attuali e storici. Si fa riferimento a due degli indici più importanti del settore immobiliare, l'indice Case-Shiller e l'indice NAHB, adatti anche allo studio di altre realtà, come il mercato europeo.

*Grafico 3.1 – Confronto tra l'impatto della crisi del '29 e la crisi del 2008 sulla produzione e sui mercati finanziari;*



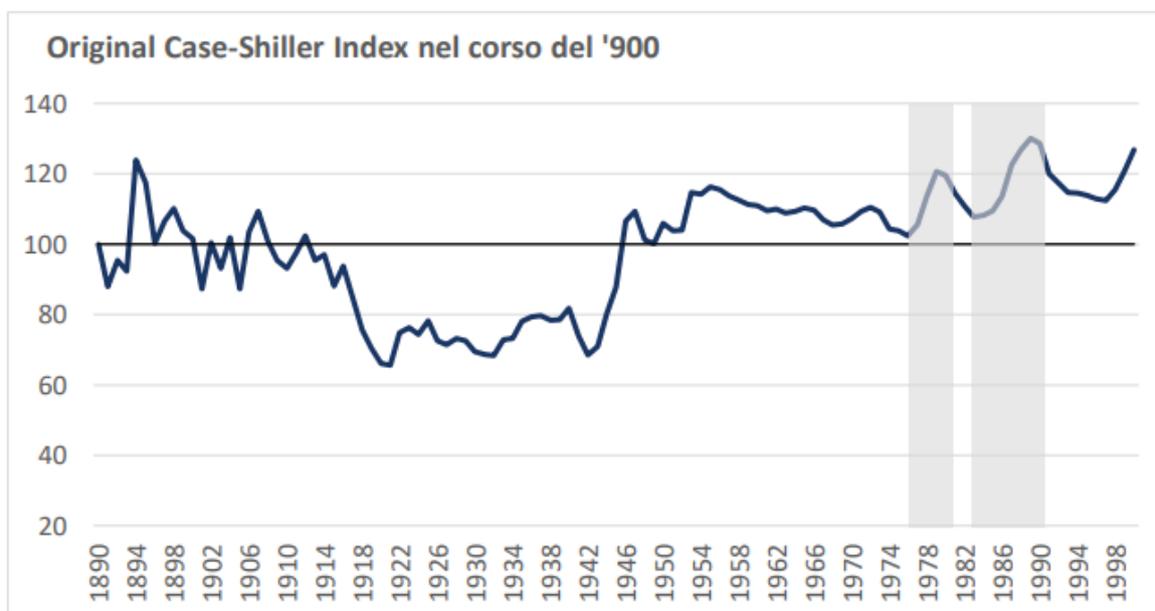
**Figura 1.9:** Confronto tra impatto crisi '29 e crisi '08 sulla produzione e sui mercati finanziari.

Fonte: Vox EUX

Descrivendo l'andamento del mercato immobiliare, si presenta uno degli indici più affidabili e riconosciuti del real estate americano, l'indice dei prezzi Case-Shiller. Sviluppato agli inizi degli anni '80 da Karl Case, Robert Shiller e Allan Weiss. L'indice misura l'andamento del livello dei prezzi nel

mercato immobiliare americano con l'aggiornamento e la pubblicazione dei dati dal 1987, da Standard & Poor's. Fornisce informazioni per l'interpretazione del mercato di riferimento e consente agli investitori, economisti e possidenti di controllare le variazioni dei prezzi nel tempo<sup>95</sup>. Il grafico 3.2 – mostra l'andamento dell'indice dei prezzi Case – Shiller dal 1890 ai primi anni 2000, con un evidente aumento dei prezzi dal 1946 fino agli anni '80, periodo caratterizzato da una forte speculazione.

*Il grafico 3.2 – Andamento indice Case-Shiller tra il 1890 e il*



**Figura 2.2:** Andamento indice Case-Shiller originale tra il 1890 e il 2000;

*Fonte: Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis*

Nel grafico 3.3 si presentano i tre indicatori che compongono l'indice, con la costante dei valori presentati graficamente sempre normalizzati a 100, con storicizzazione ad una certa data. Se ad esempio il valore dell'indice S&P a gennaio è pari a 2.000, l'indice Case-Shiller sarà pari a 200,

<sup>95</sup> Articolo Delving into Home Price Indices The SandP Case Shiller Index Explained, Faster Capital, 23 febbraio 2024;

con la lettura della crescita dei prezzi del 100% rispetto al periodo dato.

Il primo indicatore copre le 20 maggiori aree degli Stati Uniti con riferimento alle 20 città metropolitane principali. Il secondo indicatore si riferisce alle 10 principali aree metropolitane d'America. Mentre il terzo riguarda i 9 maggiori centri urbani dati dalla definizione delle aree di censimento degli Stati Uniti. I primi due indicatori del grafico 3.3, sono aggiornati mensilmente, con una traslazione dal periodo di pubblicazione al periodo di riferimento di due mesi, quindi i dati pubblicati a gennaio sono riferiti al periodo di novembre dell'anno precedente. Il terzo indice nazionale rilasciato da S&P è invece ad aggiornamento trimestrale.

Indice	Descrizione	Aree	Frequenza
<b>10 City Composite Home Price Index</b>	Indice che copre le 10 maggiori aree metropolitane degli Stati Uniti	Boston, Chicago, Denver, Las Vegas, Los Angeles, Miami, New York, San Diego, San Francisco e Washington DC.	Mensile
<b>20 City Composite Home Price Index</b>	Indice che copre le 20 maggiori aree metropolitane degli Stati Uniti	Boston, Chicago, Denver, Las Vegas, Los Angeles, Miami, New York, San Diego, San Francisco, Washington DC., Atlanta, Charlotte, Cleveland, Dallas, Detroit, Minneapolis, Phoenix, Portland (Oregon), Seattle e Tampa.	Mensile
<b>U.S. National Home Price Index</b>	Indice che tiene in considerazione le 9 divisioni del Bureau of Census	Pacific, Mountain, West North Central, West South Central, East North Central, East South Central, Middle Atlantic, South Atlantic e New England	Trimestrale

*Grafico 3.3 – Principali tre indici composti S&P/Case-Shiller*

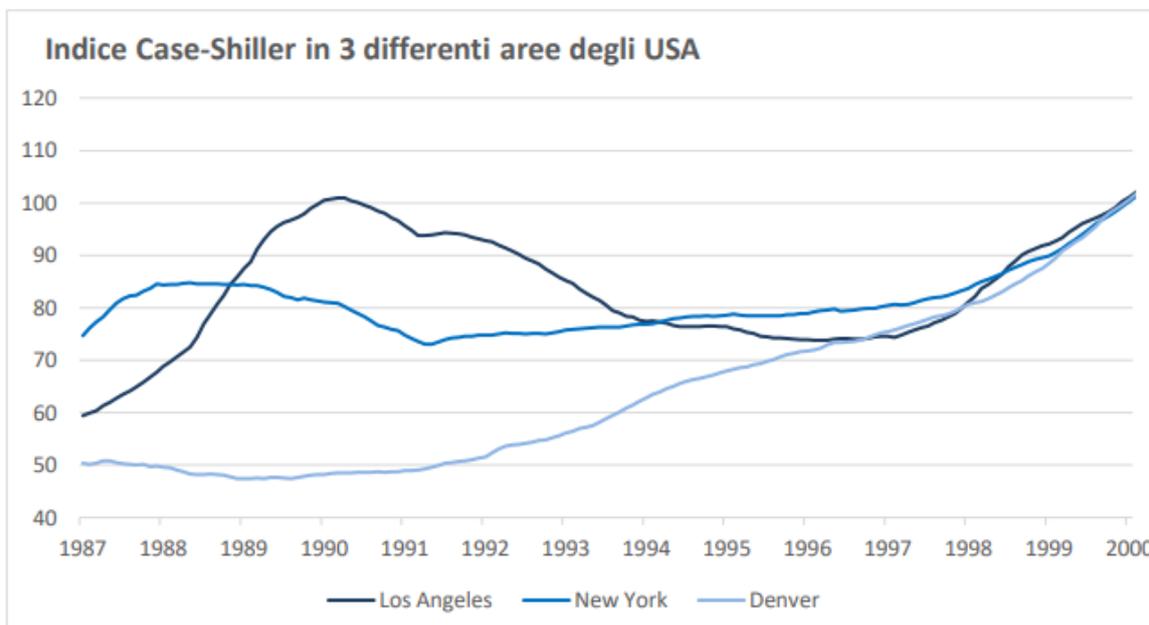
*Fonte: Standard & Poor's*

Il calcolo dell'indice è basato su una metodologia di vendita ripetuta che considera tutti i doppi passaggi di proprietà degli immobili nel periodo di riferimento, considerando i seguenti criteri:

- I soggetti coinvolti nello scambio devono essere indipendenti (nessun grado di parentela tra le controparti);
- Non deve essere avvenuto un cambio di tipologia dell'immobile;
- Non deve essere trascorso troppo poco tempo tra uno scambio e l'altro;
- L'immobile non deve essere stato oggetto di importanti rinnovamenti;

L'indice viene calcolato sulla base dell'identificazione di un campione di immobili in vendita iscritti nei pubblici registri, comprendendo diverse tipologie di immobili, ubicazioni e dimensioni. In secondo luogo considera i prezzi degli immobili in vendita confrontandoli con i prezzi di vendita precedenti, calcolando la variazione percentuale. Infine le percentuali ottenute delle variazioni dei prezzi sono aggregate ed elaborate per medie ponderate con l'ottenimento di un calcolo normalizzato, con lo scopo di mostrare il valore dell'indice complessivo, normalizzato a 100. L'indice Case-Shiller è utile per comprendere le tendenze del mercato immobiliare e fornire gli strumenti per confrontare città e aree differenti, identificando le zone dove si verifica un'impennata dei prezzi oppure una discesa degli stessi. I soggetti interessati possono effettuare valutazioni sulla salute generale del mercato identificando bolle o recessioni, prendendo decisioni informate su possibili investimenti. È detto anche House Price Index (HPI) ed è utilizzato nei mercati immobiliari di tutto il mondo.

*Grafico 3.4 – Indice Case-Shiller in 3 diverse*



*are: e West Coast, centro America e East Coast;*

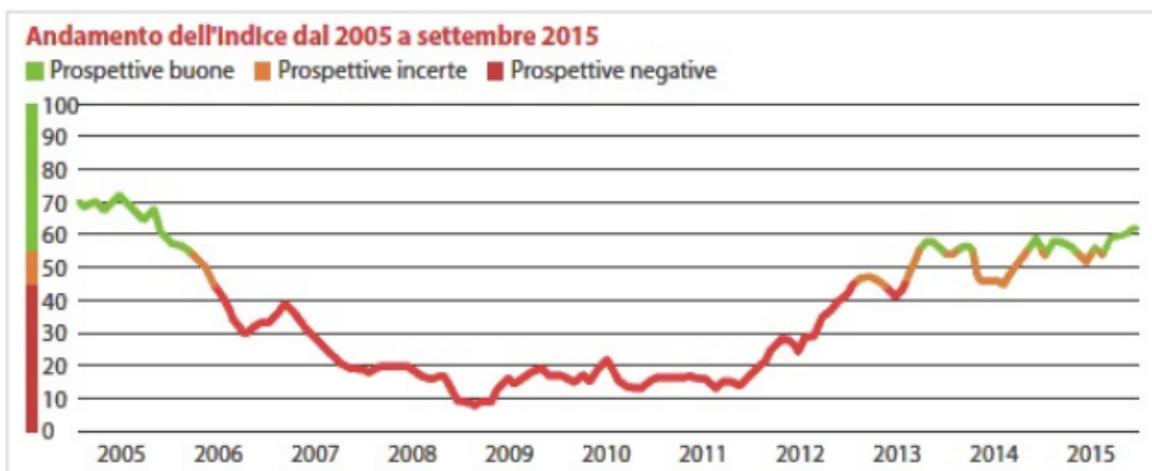
*Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis*

Il secondo indice presentato è rilasciato dalla National Association of Home Builders (NAHB). Pubblicato dalla federazione nata nel 1940, che oggi conta più di 800 associazioni iscritte, comprende aziende specializzate nella costruzione edile. Si calcola tramite la somministrazione di un questionario ad un campione di 400 membri scelti casualmente sul totale dei dipendenti delle aziende appartenenti al gruppo NAHB. L'intervista si compone della valutazione di 3 aspetti del mercato immobiliare:

- Le vendite in corso di nuove case unifamiliari indipendenti;
- Le vendite previste nel futuro prossimo ai 6 mesi di nuove case unifamiliari indipendenti;
- La frequenza di possibili acquirenti di nuove case unifamiliari indipendenti;

I 3 aspetti presentati possono essere valutati su una scala a 3 livelli: buono, normale e scarso. Le risposte così acquisite vengono elaborate per ottenere le percentuali dei 3

diversi gradi di valutazione presenti per ogni domanda, con l'esclusione delle risposte che presentano "normale". I valori finali sono compresi tra 0 e 100. I risultati così ottenuti dei tre indicatori, sono poi sommati e ponderati con l'instaurazione di nuovi cantieri residenziali, costituendo così l'indice NAHB. I risultati espressi dall'indice sono considerati buoni solo quando compresi tra i valori di 55 e 100, come dal grafico 3.4, se i valori sono inferiori e quindi compresi da 55 a 45, la fiducia nel mercato immobiliare non è ottima e rappresenta incertezza. Il grafico 3.5 descrive l'andamento dell'indice e le relative valutazioni nei diversi periodi, con aggiornamento mensile dei dati che permette una valutazione del mercato dal punto di vista dei costruttori edili.



*Grafico 3.5- Andamento dell'indice NAHB con marcata*

*Fonte: Idealista - Confronto tra andamento del livello dei prezzi reali e quello delle vendite in Italia*

### **3.3 La ristrutturazione del mercato immobiliare**

Agli inizi del '900 dopo la Prima Guerra mondiale, il settore immobiliare mostra inefficienza e con le riforme del New Deal subisce una forte riorganizzazione con la creazione di maggiori incentivi per le banche per aumentare la concessione di finanziamenti privati per l'acquisto di immobili.

La ristrutturazione porta all'istituzione della Federal Housing Administration (FHA) per ridurre il rischio di insolvenza dei mutuatari privati e viene fondata la Federal National Mortgage Association, un ente che si occupa di acquisire mutui immobiliari da istituti di credito privati con lo scopo di garantire la liquidità nel mercato. Dal 1980 contribuisce allo sviluppo della cartolarizzazione emettendo titoli cartolarizzati. Il mercato rimase sottosviluppato fino al 1944 con il baby boom e la legge dedicata ai veterani G.I. Bill. Con l'emanazione nel 1968 dell'Urban Development Act, si incorporarono la FHA e Fannie MAE, la Federal National Mortgage Association, in un'agenzia privata quasi governativa la Government-Sponsored Enterprise (GSE), affiancata da altri due istituti, la Go Federal Home Loan Mortgage Association (Ginnie MAE) e la Federal Home Loan Mortgage (Freddie MAC). Con questa struttura il real estate cresce consolidandosi in un clima di eccessiva fiducia con la creazione delle prime bolle speculative.

### **3.3 Il mercato immobiliare dagli anni '70 ai primi anni 2000**

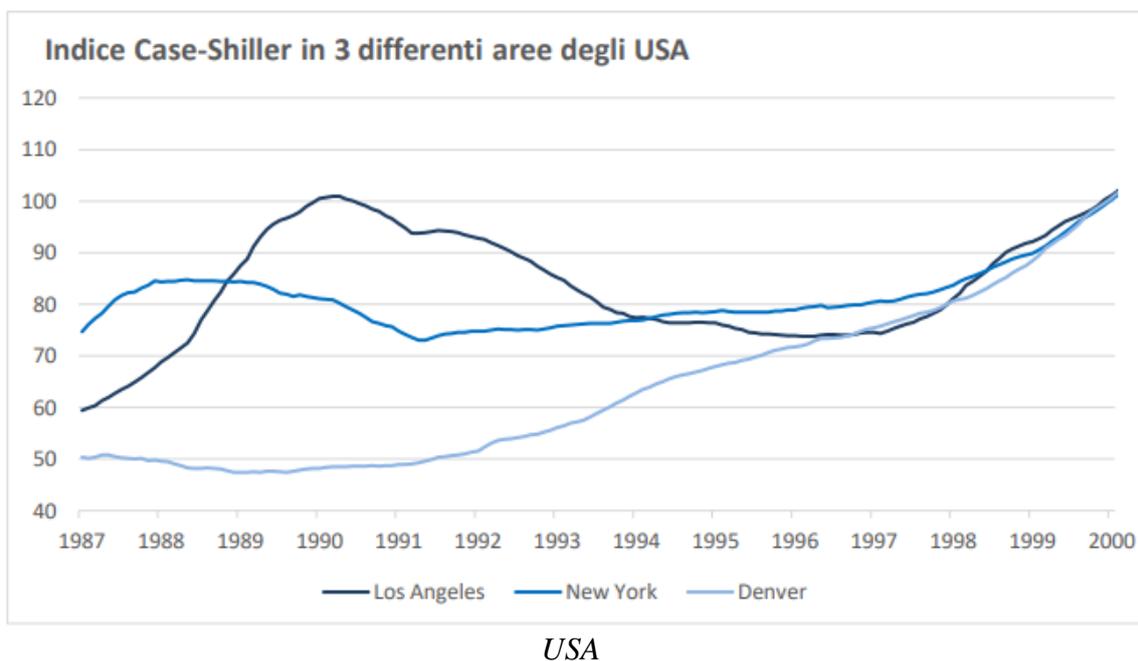
Nel periodo dal 1970 al 1990 il mercato immobiliare statunitense è caratterizzato dallo scoppio di due bolle speculative, visibili nel grafico 3.2 evidenziate in grigio, che rappresentano chiari campanelli d'allarme di un eccessivo aumento dei prezzi degli immobili americani.

La prima bolla del 1974 interessa lo stato della California con l'esplosione del mercato immobiliare grazie allo sviluppo del settore cinematografico. I prezzi sempre in crescita sostenuti in parte dall'elevata inflazione, incentivano la speculazione anche nelle famiglie medio ricche, che dopo aver ricevuto un acconto per l'acquisto della casa, pagavano le rate per un periodo limitato di circa un anno e poi rivendevano l'immobile ad un prezzo più alto. Questo comportamento

rispecchia la massima fiducia del consumatore espressa con la terminologia dell'esuberanza irrazionale. I prezzi delle case nel 1980 lievitano fino a raggiungere livelli insostenibili e il mercato inizia a frenare la sua crescita, anche per l'abbassamento dell'inflazione e l'esclusione di alcune classi sociali dall'acquisto degli immobili, con il sentimento di fiducia che scema e porta al crollo del settore. L'offerta delle case dai prezzi troppo alti è elevata, con discesa della domanda e conseguente diminuzione del valore degli immobili, che porta le banche ad una crisi nel rientro dei prestiti concessi.

Nonostante le ripercussioni sull'economia reale, lo scoppio della bolla immobiliare viene sottovalutata e pochi anni dopo si verifica un secondo innalzamento irrazionale dei prezzi del mercato immobiliare, denominata la crisi delle associazioni Savings & Loan. La causa è da ricercarsi nella deregolamentazione del mercato finanziario, alla politica monetaria e allo scoppio della bolla immobiliare. Ne sono interessate le aree americane della costa ovest e della costa est, con lo sviluppo che segue la conformazione geografica degli USA. Date anche le limitazioni sulla costruzione nei territori interni, con l'aumento della domanda di immobili nel corso della crescita delle bolle, l'offerta nelle zone costiere cresce con costanza, creando un eccesso della domanda e un aumento dei prezzi. Per evidenziare la differenza tra le aree costiere e quella interna, l'indice Case-Shiller ha individuato 20 indicatori relativi alla zona metropolitana di Los Angeles, rappresentativa della West Coast, confrontandoli con gli indici di Denver, rappresentativi dell'area centrale. Come dal grafico 3.6, i dati dell'indice di S&P hanno come prima data di pubblicazione il 1987, quindi non è possibile visualizzare i dati della prima comparazione delle due zone americane che hanno portato allo scoppio della prima bolla, ma si può comunque visualizzare l'apprezzamento degli immobili principalmente nella zona della East Coast dal 1987.

Grafico 3.6 – Indice Case-Shiller nelle 3 diverse aree degli



Fonte: Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

L'aumento della domanda degli immobili e la scarsità dell'offerta nella zona richiesta, fece sì che il prezzo crebbe a dismisura a fronte della richiesta eccessiva non soddisfabile. Con la deregolamentazione delle S&L l'erogazione dei mutui negli anni '80 è agevolata e gli istituti di credito che finanziano principalmente mutui immobiliari, risentono maggiormente delle fluttuazioni del mercato. La FED evidenzia la debolezza delle S&L rappresentata dai bilanci volatili, e con lo scopo di ridurre l'inflazione americana, il presidente in carica Paul Volcker decise di alzare i tassi di interesse. Gli effetti prodotti dal rialzo furono l'insolvenza di molteplici debitori, con problemi nella gestione di attivi e passivi per gli istituti di credito coinvolti, in quanto i costi dei finanziamenti superavano i ritorni degli investimenti dei portafogli di prestiti ipotecati. L'instabilità degli istituti di credito convinse molti azionisti a ritirare i propri depositi,

creando una crisi di liquidità che provoca una serie di fallimenti nel settore creditizio.

Dal 1985 al 1991 il mercato immobiliare si svaluta e la costruzione delle case si dimezza. Nel 1990 crolla il mercato della West Coast, con la caratterizzazione degli anni successivi di fallimenti e di tagli nel sistema finanziario S&L.

L'accesso al credito a partire dagli anni '90 è agevolato dall'introduzione di carte di credito subprime a quei soggetti che non godono delle caratteristiche per ottenere un credito a causa di insolvenze, pignoramenti o bancherotte pregresse. Questi prodotti di moneta sono caratterizzati da bassi limiti di credito, tariffe alte e tassi di interesse elevati dal 9% al 24%. Gli istituti di credito offrono sempre più denaro a chiunque lo richiedesse, anche a coloro che non rientravano nella categoria di prodotto dei subprime, ma che anzi erano buoni pagatori con le giuste garanzie. Con l'elevato incremento del mercato immobiliare e con l'aumento dei prezzi degli immobili, gli investimenti crebbero. Nel 2000 solo una fetta del 15 % dei mutui concessi godeva della corretta documentazione sul reddito per la concessione del credito. I presupposti della crisi risalgono al 2003, quando l'erogazione dei mutui subprime aumenta considerevolmente verso quei soggetti che non detengono le caratteristiche sufficienti per ottenere un debito per l'acquisto di un immobile. I mutui offerti con tassi iniziali molto bassi, con l'equivalente di un costo basso per i beneficiari dei fondi che richiedevano i mutui ipotecari. Per le banche la sottoscrizione di questi prodotti è vantaggiosa, in quanto nel contratto in caso di insolvenza, l'istituto può rivalersi sul patrimonio ipotecato tramite il pignoramento.

L'aggiramento del rischio di credito è stato possibile anche grazie alla cartolarizzazione<sup>96</sup> dei mutui concessi a soggetti terzi. I mutui sono strumenti di credito non trasferibili, ma che attraverso l'applicazione di strumenti finanziari, appunto i titoli cartolarizzati, lo diventano. I mutui così trasformati possono essere venduti tramite il riassetto con altri prodotti finanziari, scaricando il rischio di insolvenza dagli istituti di credito ad altri soggetti, inizialmente enti, poi banche ed infine sui risparmiatori. Gli acquirenti dei pacchetti cartolarizzati sono stati anche investitori europei, con la creazione di presupposti per la trasmissione della crisi economica dall'America all'Europa.

Si aggirano così gli accordi sul rischio stabiliti da Basilea I, in materia patrimoniale riguardanti le banche, definiti nel 1988, grazie alla deregulation e allo sviluppo della cartolarizzazione che garantisce un apparente trasferimento senza rischio di credito.

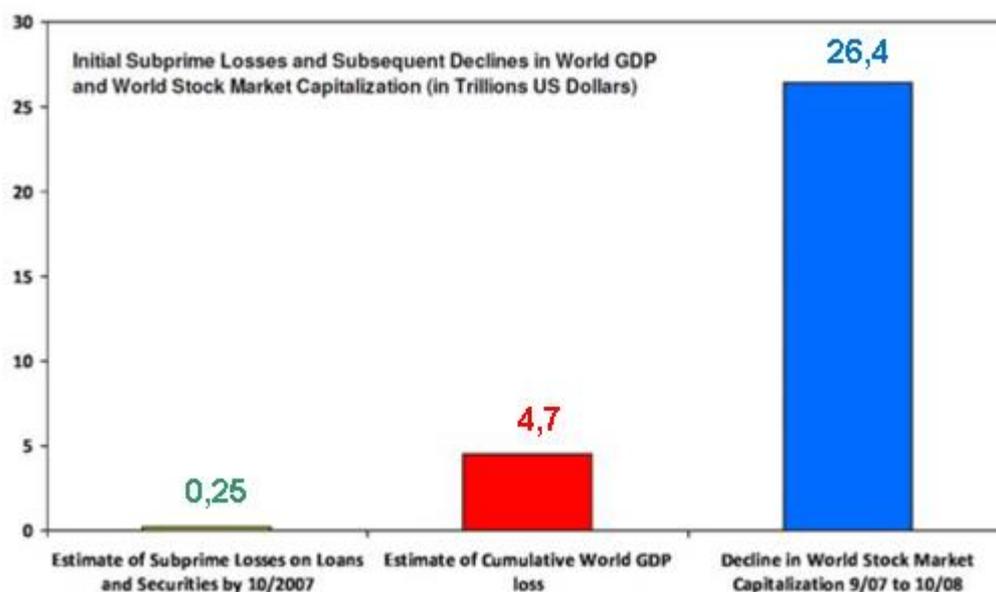
Dal 1992 la Fannie MAE e Freddie MAC dedicarono parte delle percentuali di prestito erogate alle fasce deboli, per l'agevolazione all'aumento della domanda di alloggi, con l'aumento dei mutui da cartolarizzare pari al 30% degli acquisti annui effettuati, che nel 2003 crebbe al 55%, con sovvenzioni e detrazioni fiscali sulle vendite.

La Federal Reserve decise di applicare un tipo di politica monetaria che mettesse un freno all'inflazione con l'aumento dei tassi di interesse, che non fu preventivato come avvenne nel 1980. Nel 2004 non si ipotizza che dal periodo recessivo innescato dall'innalzamento dei tassi, sarebbe seguita la crisi che ha contraddistinto gli anni a seguire dell'economia mondiale. Si pensi che nel 2005 il totale dei mutui subprime concessi raggiunse i 600 miliardi di dollari di valutazione.

---

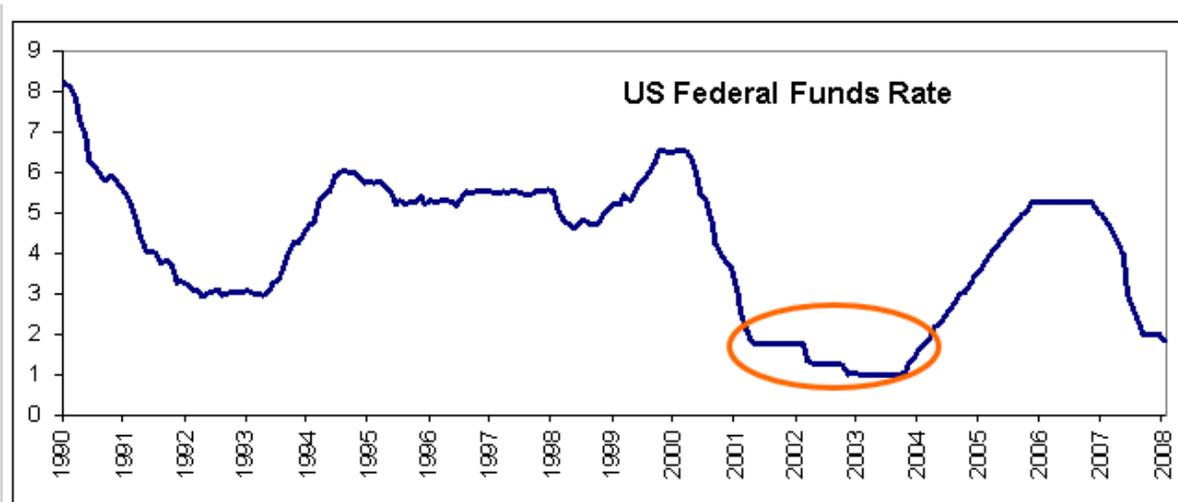
<sup>96</sup> La trasformazione dei crediti di banche, enti pubblici e aziende in titoli negoziabili sul mercato;

*Grafico 3.7 – La perdita dal 2007-2009 del mercato economico e finanziario;*



*Global Financial Stability Report; World Economics Outlook  
November update and estimates; World Federation of  
Exchange;*

*Grafico – 3.8 – L'applicazione della politica monetaria della Fed in riduzione dell'inflazione a seguito del crollo delle Torri Gemelle e della crisi della crisi del dot-com;*

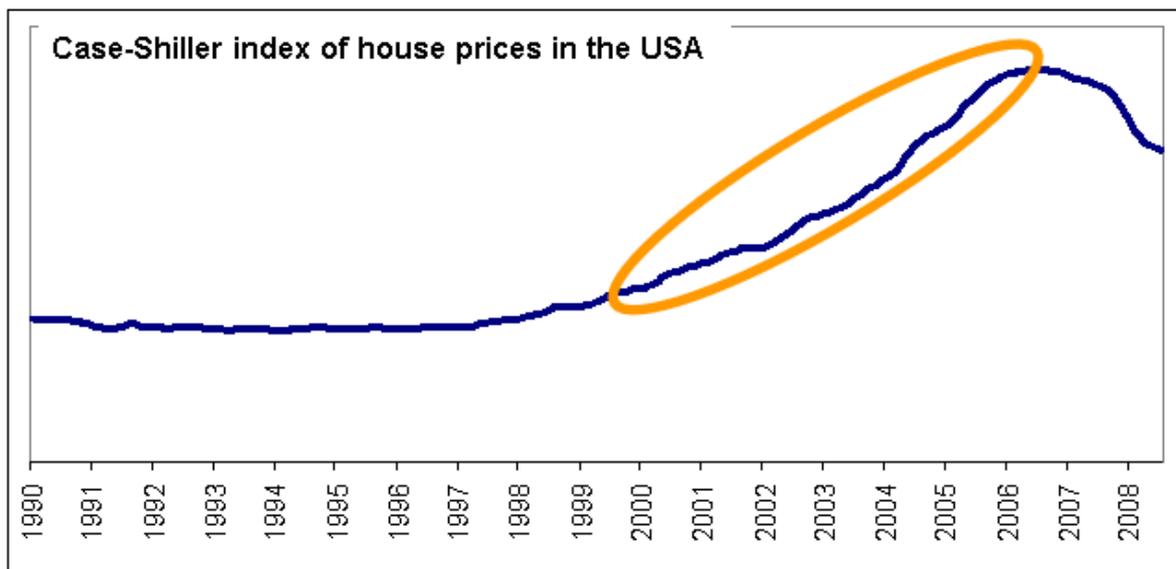


*Fonte: Professor Carluccio Bianchi, diapositive corso di laurea di Economia Politica -The Great Crisis-2007-2009-2016;*

### **3.4 Lo scoppio della bolla immobiliare nel 2007**

La bolla speculativa del mercato immobiliare si espande al crescere del mercato stesso, con la crescita dell'indebitamento delle famiglie per l'acquisto di nuovi immobili. Nel 2006 la crescita del valore delle case segna il primo decremento, registrato dall'indice Case-Shiller dal 1990, dopodiché il valore sembra stabilizzarsi. Nel 2007 il valore delle case torna a scendere e questa volta la perdita è inarrestabile.

*Grafico 3.9 – L'indice dei prezzi Case-Shiller dal 1990 al*



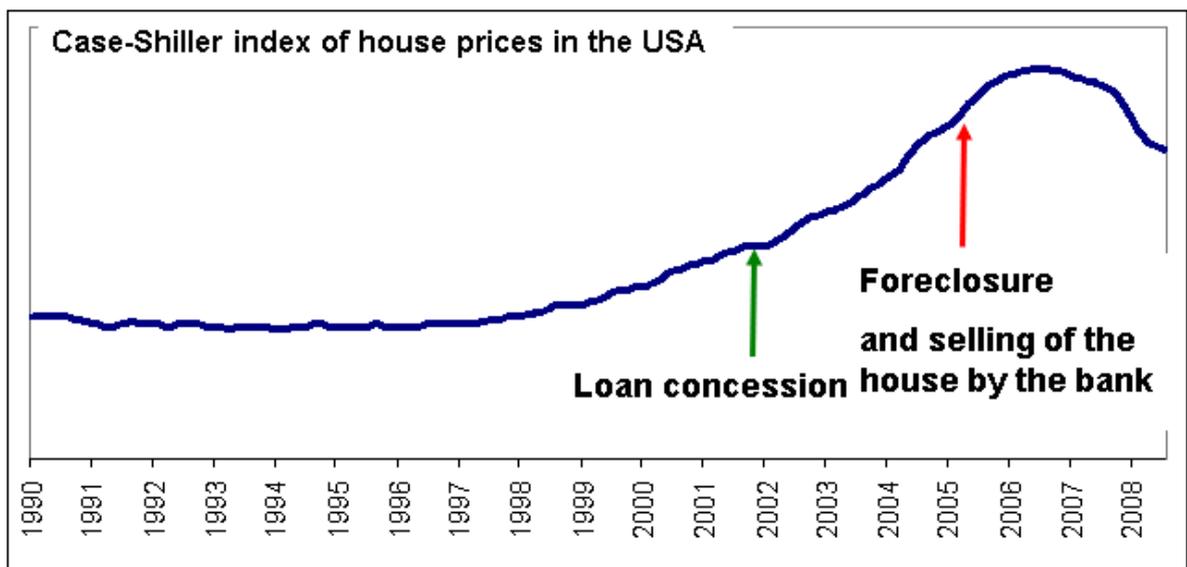
2008;

*Fonte: Professor Carluccio Bianchi, diapositive corso di laurea di Economia Politica -The Great Crisis-2007-2009-2016;*

Lo scoppio della bolla dovuta alla caduta dei prezzi delle case, ebbe effetti immediati sulle famiglie che, investendo nel settore, non avevano tenuto conto della durata dell'aumento sconsiderato dei prezzi delle abitazioni come

temporaneo, non ipotizzando un fallimento del mercato. Per l'aumento dei tassi di interesse voluto dalla Fed nei primi anni del 2000 e in seguito al crollo del prezzo delle case, nel 2008 scoppia la crisi dei mutui subprime. Il grave problema che si verifica è l'insolvenza dei mutuatari che avevano stipulato i prestiti, in quanto non erano detentori delle giuste caratteristiche per la stipula del debito per l'acquisto degli immobili. I debitori incapaci di rientrare nel regolare piano di ammortamento, subiscono il pignoramento dei patrimoni da parte delle banche, gli istituti di credito subiscono grosse perdite in conto capitale, in quanto il valore delle abitazioni acquisite non copre l'ammontare dei debiti stipulati.

Grafico 3.10 - *L'indice dei prezzi Case-Shiller dal 1990 al*



2008;

Fonte: *Fonte: Professor Carluccio Bianchi, diapositive corso di laurea di Economia Politica -The Great Crisis-2007-2009-2016;*

L'attività delle società che svolgevano il compito di Special Purpose Vehicle (SPV), con l'acquisto effettivo di finanziamenti o altre attività finanziarie cedute da banche o da altri finanziatori cedenti, con l'emissione nel mercato di titoli

negoziabili<sup>97</sup>, è stata sottovalutata, sia dagli investitori ma anche dalle istituzioni, che avrebbero dovuto vigilare e regolamentare il fenomeno

Si suppone ad esempio che i mutuatari abbiano concordato un prestito con una banca, ad un tasso di interesse del 6%. La banca, cede poi il finanziamento ad una società veicolo che si è occupata di incassare il rateo. Le SPV a loro volta vendono agli investitori titoli legati a mutui ipotecari acquistati, sui quali avrebbero pagato un tasso di interesse di mercato, ad esempio il 4%, con l'abbassamento del tasso di interesse di 2 punti.

*Figura 3.1 – La distribuzione del rischio all'interno del*



*Fonte: Fonte: Professor Carluccio Bianchi, diapositive corso di laurea di Economia Politica -The Great Crisis-2007-2009-2016;*

Le agenzie di rating, che avrebbero dovuto analizzare questi titoli e individuarne il merito creditizio, dichiarano questi prodotti come “very safe”, mentre la supervisione statale è inesistente. Le agenzie di rating iniziarono a registrare declassamenti di molti titoli

<sup>97</sup>

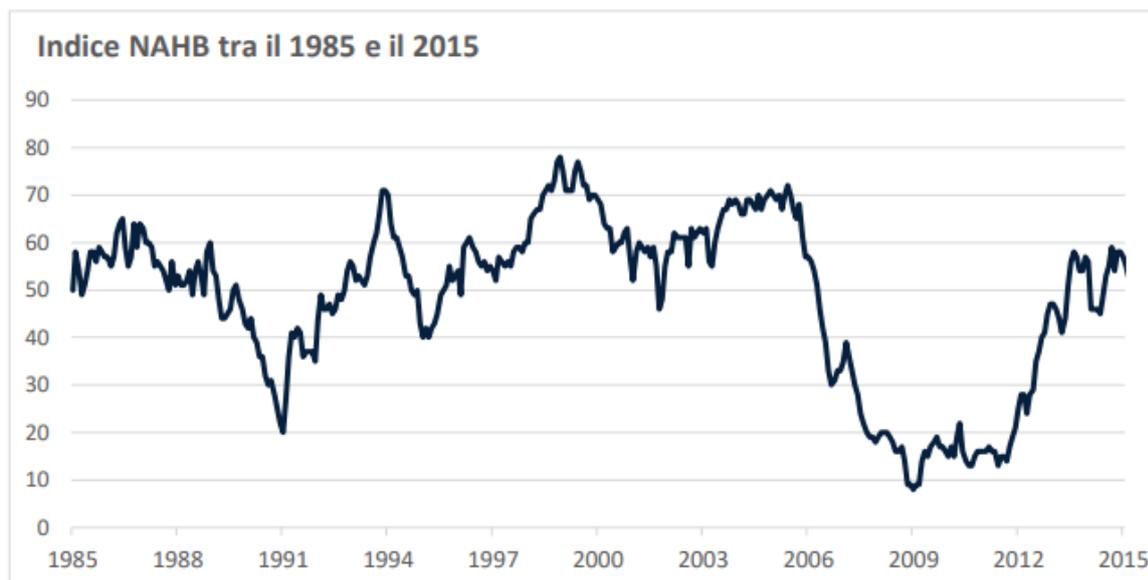
Banca d'Italia, glossario: <https://economiepertutti.bancaditalia.it/glossario/index.html?letter=S&word=spv#:~:text=Societ%C3%A0%20che%20ha%20per%20oggetto,emette%20titoli%20negoziabili%20sul%20mercato.>

cartolarizzati, in larga parte di quelli garantiti da mutui ipotecari.

A partire da settembre del 2007 l'indice Dow Jones inizia a subire perdite continue di valore, riflettendo l'andamento del mercato finanziario. Il procedimento di rivendita immobiliare fu definito "tossico" dal sistema, in quanto i cartolarizzati non erano più garantiti da un adeguato valore sottostante. Anche le banche europee furono colpite dalla svalutazione dei titoli cartolarizzati in loro possesso e dal crollo del mercato immobiliare statunitense, con interventi statali di nazionalizzazione o ricapitalizzazione delle aziende creditizie.

Nel 2008 le prime banche americane furono colpite da grosse crisi di liquidità e iniziarono le prime acquisizioni da parte di altri istituti di credito e la tutela federale, ma il collasso definitivo è inevitabile. Il 15 settembre del 2008 la Lehman Brothers dichiara bancarotta. Gli effetti prodotti furono immediati sull'economia reale americana, con uno dei fallimenti più gravi mai visti nella storia, che causa il panico nelle borse. Non intervenne né la FED né il Governo americano per non dare un segnale sbagliato agli altri istituti di credito, che avrebbero potuto contare su un sostegno da parte dell'autorità politica economica, con ipotetici azzardi. Con il fallimento della Lehman Brothers la borsa vide sfumare 1.200 miliardi di dollari di capitalizzazione. Gli azionisti persero fiducia nel sistema bancario e iniziarono a vendere i titoli detenuti per paura che le banche diventassero insolventi. Così la crisi del segmento subprime contagia il settore bancario. Il panic selling causa una crisi di liquidità con la trasformazione in una crisi dell'economia reale, entrando in un periodo di recessione economica che causa la caduta dei redditi, consumi e investimenti.

Grafico 3.11 – L'andamento dell'indice NAHB nel periodo che



*interessa le due bolle immobiliari*

*Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis*

L'andamento dell'indice NAHB presente nel grafico 3.7, mostra come l'indice sulle aspettative di vendita dei costruttori edili non segue lo stesso andamento dei prezzi, che crescono con costanza fino al periodo di poco precedente lo scoppio delle bolle speculative immobiliari. Questo in quanto la fiducia dei soggetti coinvolti nelle compravendite era spinta dalla speculazione e dall'agevolazione creditizia a soggetti normalmente incapaci di acquistare casa. Nel 2006 l'indice Case-Shiller rimase costante, mentre l'indice NAHB subisce un crollo, mostrando chiaramente il clima di sfiducia diffuso nel settore dell'edile. L'indice tocca il 42% e nel 2007 crolla anche l'indice dei prezzi.

### **3.5 Lo sviluppo della crisi americana a livello internazionale**

Dopo il dissesto economico della Lehman Brother nel 2008 e il contagio economico a livello mondiale, i Governi dei principali paesi industrializzati hanno adottato misure a

sostegno delle banche<sup>98</sup>. Soprattutto i paesi del G7<sup>99</sup> hanno dimostrato impegno nel sostegno a banche e istituzioni di credito per gestire le insolvenze e adottando le giuste misure per riattivare i mercati. I Paesi dell'Eurozona hanno adottato strumenti d'azione concentrati applicati dai singoli Governi nazionali per provvedere alla provvista di fondi delle banche per la ricapitalizzazione. Nel 2009 con la paura dell'insolvenza bancaria si intensifica la paura del collasso dei sistemi finanziari anche per il calo delle quotazioni azionarie mondiali. I Governi e le Banche Centrali agirono coordinandosi a livello internazionale per garantire la continuità dei flussi di finanziamento alle istituzioni finanziarie e all'economia, con l'ampliamento delle garanzie sui depositi bancari e rafforzando la posizione delle banche in difficoltà. Si adottarono azioni di politica monetaria non convenzionali per cercare di aumentare la liquidità, abbassare i tassi di interessi e garantire il funzionamento dei mercati finanziari. Questi interventi hanno avuto successo, con la determinazione di un miglioramento del funzionamento dei mercati, evitando il rischio di insolvenza.

### **3.6 Lo sviluppo della crisi americana a livello europeo**

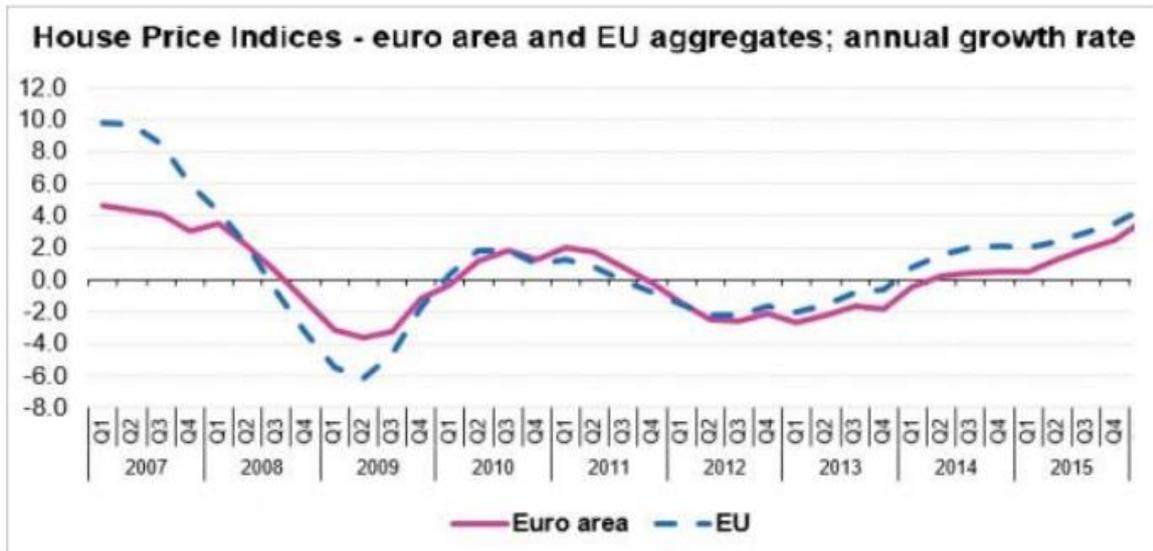
Le conseguenze della crisi americana si presentarono 3 anni più tardi lo scoppio, nel 2010 con lo scoppio della crisi del debito sovrano, che può essere definito come l'episodio finale della crisi del mercato immobiliare americano.

---

<sup>98</sup> Iniezioni di capitale, garanzie sulle emissioni obbligazionarie, acquisiti e garanzie su attività patrimoniali;

<sup>99</sup> Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito e Stati Uniti d'America;

Grafico 3.12 – Tasso di crescita annuale dell'indice dei prezzi delle case nell'Unione Europea;



Fonte: Eurostat

Il mercato immobiliare europeo si flette con il calo dei prezzi in Paesi come Regno Unito, Spagna e Islanda. Il rallentamento della crescita dei prezzi ha avuto inizio nel 2007, con l'effettivo calo registrato nell'anno successivo, riprendendosi tra il 2010 e il 2011. Dal grafico si evince come l'eurozona risente meno del fenomeno rispetto all'intera Unione, con un massimo decremento registrato pari al 3,8% mentre l'Unione registra un calo del 6,1%. Molti paesi non presentarono immediatamente ripercussioni nei propri mercati immobiliari, ma tutti sono accomunati dall'aumento dei prezzi iniziato dal 2000. Come dal grafico 3.9, l'aumento dei prezzi degli immobili dal 1998 al 2008 dei Paesi presenti, sia più che raddoppiato.

Grafico 3.13 – La crescita percentuale dei prezzi delle case dei principali Paesi europei tra il '98 e il '08;



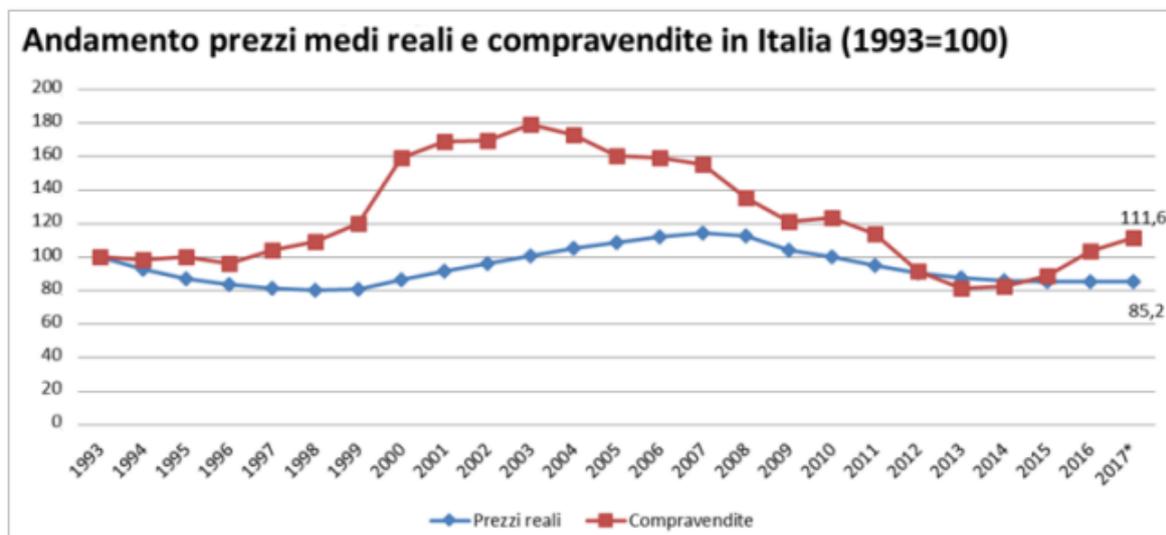
Fonte: Global Property Guide

### 3.7 Lo scenario italiano

Il mercato immobiliare italiano ha seguito un andamento particolare dopo la crisi americana, soprattutto nel periodo dal 1998 al 2008, con l'aumento dei prezzi del 102% come da grafico 3.9. Non è caratterizzato dall'immediata svalutazione del settore, diversamente da molti altri Paesi europei, ma si rileva un crollo dei prezzi lento e non coerente rispetto all'effettiva domanda presente sul mercato.

Si mostra l'andamento nel grafico 3.10, rappresentativo dei prezzi medi reali degli immobili e i prezzi relativi alle vendite dal 1993 al 2017. La crescita iniziata nel 1999, è preceduta da un calo del mercato immobiliare che tocca il 19,2%, con la ripresa dovuta all'aumento degli acquisti immobiliari e alla continua crescita dei prezzi.

Grafico 3.14 – Confronto tra andamento del livello dei prezzi



*reali e quello delle vendite in Italia*

*Fonte: Idealista;*

La particolarità dell'andamento del mercato italiano risiede nella disparità tra la domanda e i prezzi, in quanto le vendite iniziano a scendere nel 2003 senza l'accompagnamento del valore degli immobili, che cresce fino al 2008 in attesa di eventuali sviluppi per l'adattamento dei prezzi della domanda. Questo periodo rende il mercato immobiliare italiano scostante dall'equilibrio tra la domanda e i prezzi degli immobili, riallineandosi nel 2013, anno in cui le vendite erano calate del 56% rispetto al 2003. La crisi del real estate non colpisce in maniera significativa l'Italia, questo perché il settore finanziario non era sviluppato e deregolamentato come quello americano e gli istituti di credito non proponevano nessun prodotto creditizio per incentivare gli acquisti a soggetti con alti rischi e poche garanzie. Il calo del mercato italiano è da imputare alla crisi delle vendite degli immobili dal 2003 e la sfiducia data dalla crisi americana.

Il crollo dell'economia italiana avvenne nel 2011 dovuto ad una fragilità del sistema economico e all'ingente rischio di insolvenza dell'ingente debito sovrano.

In Italia l'investimento nel settore immobiliare è considerato un investimento sicuro nel lungo periodo, ma visto l'andamento altalenante del mercato immobiliare stesso, si potrebbe ricercare la base di questa credenza popolare molto diffusa. Una causa può essere la solidità del mercato, in quanto gli investimenti immobiliari sono poco rischiosi rispetto all'investimento in titoli azionari. In secondo luogo, l'immobile è un oggetto tangibile che in caso di recessione del mercato, può attendere il rialzo dei prezzi, comportamento non sempre adottabile per il recupero del capitale investito sperando nella risalita del valore del titolo.



## CAPITOLO 4

### Economia della narrazione

#### 4.01 Shiller e la nascita dell'economia della narrazione

L'espressione di economia narrativa è stata introdotta per la prima volta nel 1894 nel "Dictionary of Political Economy" di R.H. Inglis Plagrove, con riferimento alla presentazione di un metodo di ricerca basato su di una narrazione di determinati fatti storici effettuata dal ricercatore.

"L'economia descrittiva è divisa di nuovo in una branca formale e una narrativa; la prima analizza e classifica i concetti necessari per capire la scienza nelle sue applicazioni più ampie, mentre la seconda conduce un'indagine storica e comparativa delle diverse forme di vita economica evidenziate da comunità diverse e in epoche diverse".<sup>100</sup>

Robert J. Shiller presenta nel libro *Economia e narrazioni*, l'espressione di "Economia Narrativa", dichiarandosi non interessato nel descrivere gli eventi economici, ma bensì di interpretarli secondo alcune narrazioni che nel corso del tempo hanno acquisito una rilevanza talmente importante da produrre effetti nella sfera economica. Il contagio tra i soggetti avviene maggiormente quando le persone detengono un legame personale con un individuo che svolge un ruolo da protagonista o da attore secondario nella storia. Un esempio è la figura di Donald Trump, rappresentato dalla narrazione collettiva come un individuo che brillante e miliardario che ha costruito da solo un impero economico. A volte sono gli stessi soggetti, in questo caso lo stesso Trump, a creare questo tipo di narrazioni che si diffondono all'interno della società diventando verità.

---

<sup>100</sup> Palgrave, 1984, *Dictionary of Political Economy*, p. 741;

Le narrazioni sviluppate nel XX secolo definiscono il libero mercato come efficiente, che non necessita di interventi statali per migliorie e queste narrazioni sono quelle che entrarono in conflitto esponendo critiche, nel momento della regulation dello Stato per far fronte alla risoluzione di problematiche economiche.

L'Economia Narrativa mostra come la diffusione delle storie cambia nel corso del tempo, andando a riguardare più argomenti e interessi che influiscono sui risultati economici di recessioni e depressioni, ma anche su altre convinzioni. La prima fra tutte è l'idea che il mercato immobiliare rappresenti una sicurezza per gli investimenti. Questo è dovuto ai soggetti noti come house flippers, che comprano immobili e li ristrutturano per poi rivenderli dopo poco tempo per trarne un profitto. L'idea di sicurezza che aleggia sul real estate deriva dalle narrazioni della guerra e della depressione economica.

Gli economisti non considerano le narrazioni popolari in quanto le ritengono non influenti per capire il fenomeno economico. Se si pensa che nessun economista fu in grado di prevedere la Grande depressione del 1929, successivamente lo scoppio delle immobiliari e poi la crisi economico finanziaria del 2007 – 2009. Gli economisti possono prevedere nel breve periodo i cambiamenti macroeconomici, ma non riescono a fare previsioni su cosa succederà a distanza di un anno. Gli individui quanto attuano una scelta, effettuano un'analisi pluriennale su cosa succederà, quindi è utile sapere preventivamente se l'economia andrà bene o male nel prossimo futuro. A fronte di eventi economici che si ripetono nel tempo, senza una causa apparente, si potrebbe pensare di riflettere su questi eventi per apportare un miglioramento alla teoria economica.

Prevedere gli eventi economici serve per intervenire nel presente con l'obiettivo di cambiare gli eventi futuri per migliorare la società. Nel corso della storia sono presenti economisti che hanno predetto situazioni che realmente si sono verificate basandosi sull'osservazione di narrazioni e sulla preoccupazione per il loro effetto sugli individui.

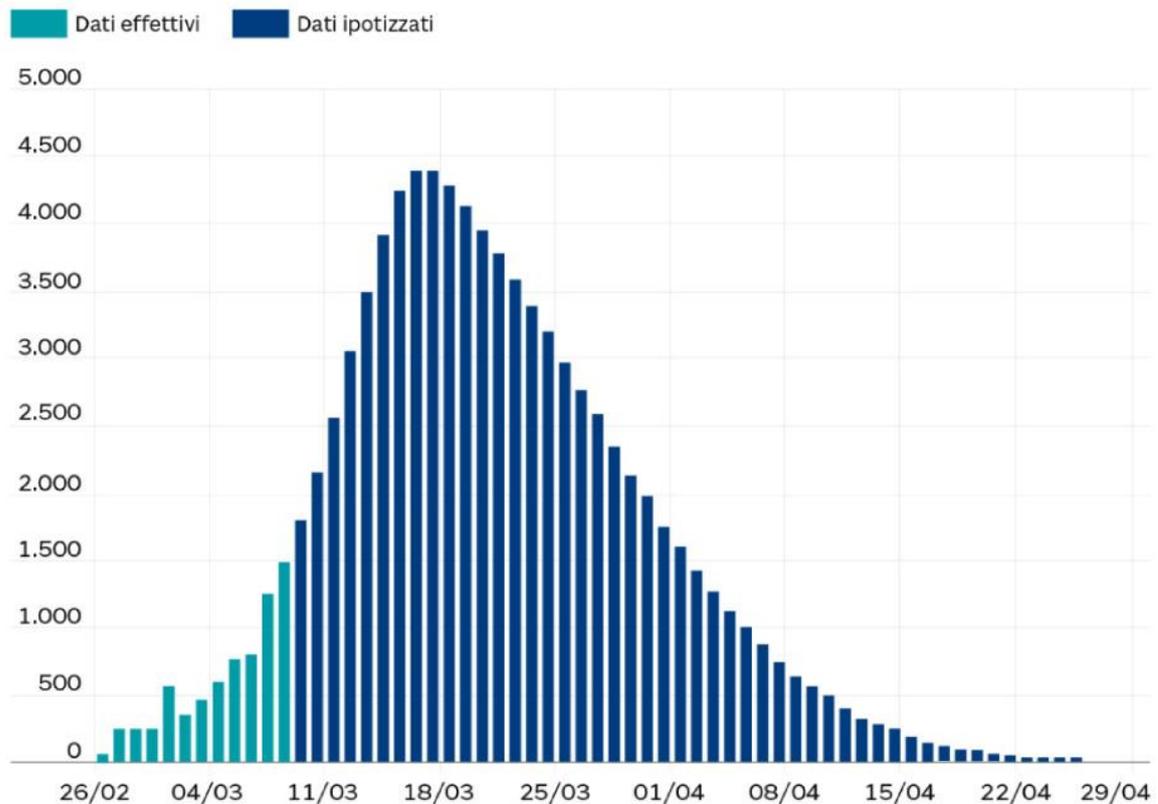
Si può citare John Maynard Keynes nel libro del 1919 *Economic Consequences of the Peace*, prevede che la Germania si sarebbe risentita per le azioni definite nel Trattato di Versailles alla fine della Prima guerra mondiale, con il pagamento di ingenti danni. Allegò alla sua affermazione una serie di evidenze economiche reali che si rilevarono vere<sup>101</sup>. L'intuizione di Keynes sul malcontento tedesco e sull'interpretazione errata delle clausole estremamente negative del trattato per la Germania, rappresentano la prima intuizione di Economia Narrativa.

Shiller fa riferimento al contagio tramite passaparola di idee che determinano la creazione di narrazioni contagiose e/o il loro sviluppo. Queste idee popolari si diffondono creando un'influenza epidemiologica paragonabile ad una pandemia, come da grafico sotto riportato che illustra la curva da contagio da covid-19 scoppiata a marzo del 2020, utile per comprendere il concetto di sviluppo delle idee all'interno di una società.

---

<sup>101</sup> John Maynard Keynes, *Economic Consequences of the Peace*, 1919, p.268;

Grafico 4.1 Paragone curva di diffusione delle idee con curva



*del contagio Covid*

Fonte: Il Sole 24 Ore;

<https://www.ilsole24ore.com/art/coronavirus-governo-stima-92mila-contagi-picco-18-marzo-ADfgS9C>;

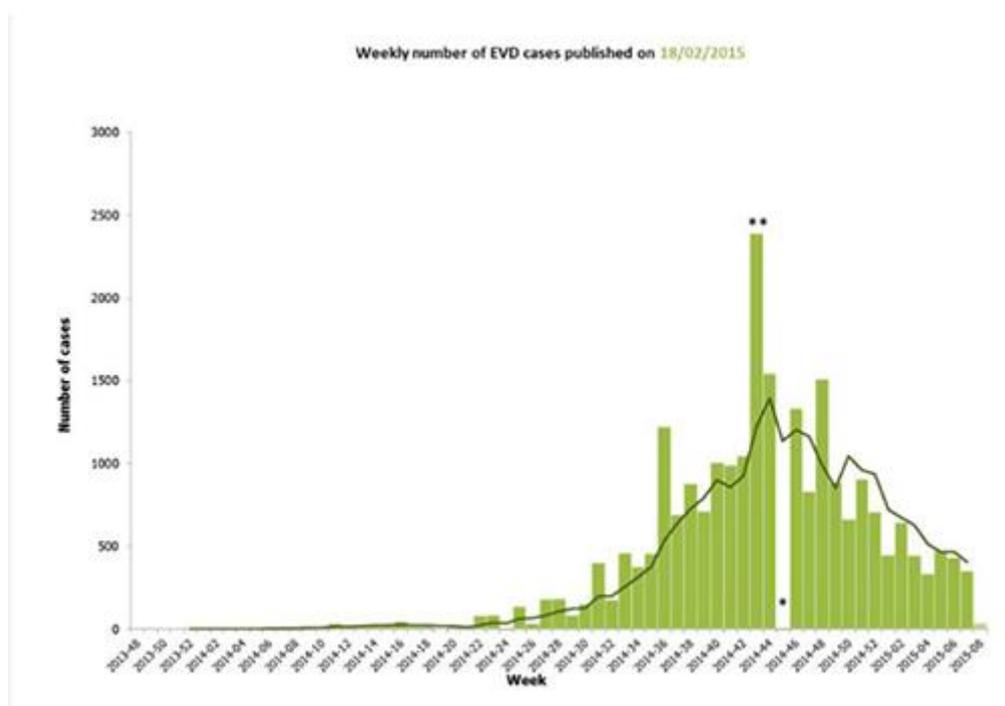
Quando gli economisti intendono capire un evento economico avvenuto nel corso della storia, non si focalizzano sulle narrazioni che li hanno accompagnati. L'economia infatti non tiene conto dell'importanza delle narrazioni meno che tutte le altre discipline. Shiller scrive che molti economisti non sono nemmeno interessati a usare gli enormi database che originano le narrazioni, cosa che invece è considerata in molte discipline come l'epidemiologia, la storia ed il marketing.

## 4.02 Contagio, costellazioni e confluenze

L'epidemiologia è utile per capire come nascono le idee, come si diffondono all'interno della società e come esse diventano virali.

Shiller considera il virus dell'Ebola che colpì l'Africa tra il 2013 e il 2015, in special modo Guinea, Liberia e Sierra Leone. È una patologia virale per la quale non esiste alcun vaccino, ed è mortale per la maggior parte dei contagiati. Si trasmette da un individuo ad un altro attraverso i fluidi corporei e l'infettività può essere ridotta dalla quarantena e dal ricovero in una struttura ospedaliera, nonché compiendo corrette sepolture.

*Grafico 4.2 – Curva epidemologica dell'Ebola con 100 casi per settimana*



*nei 3 paesi colpiti dell'Africa;*

Dopo l'inizio dell'epidemia il tasso di contagio del virus dell'Ebola ad un certo punto inizia a diminuire, in quanto si diminuisce il bacino dei contagiabili che si riduce nel corso del tempo. Lo sviluppo delle narrazioni economiche avviene

nel medesimo modo del virus. Il contagio origina da un individuo che tramite il passaparola diffonde il concetto ad altri individui, tramite tutti i mezzi a sua disposizione. Le cause dello sviluppo dell'idea possono anche essere non ovvie, ma la maggior parte lo sono. Si diffondono creando un picco iniziale di contagio con una discesa progressiva man a mano che l'idea si diffonde all'interno della società e ci sono sempre meno persone che ne sono a conoscenza. Il tasso di contagio deve superare quello di guarigione perché un'epidemia abbia inizio.

#### **4.03 Boom e contrazioni del mercato immobiliare**

Le narrazioni relative al mercato immobiliare rappresentano storie di incrementi spesso immaginari del valore di terreni e immobili, e fanno parte del gruppo delle narrazioni che si trovano sempre più in primo piano. La Grande recessione americana del 2007-2009 fu preceduta da un acceso dibattito sulla diffusione di storie che comunicavano idee esagerate sul valore degli immobili residenziali. Si inizia a parlare di narrazione sugli immobili già nella Rivoluzione industriale, sulle narrazioni inerenti la valutazione delle fattorie. Nella modernità l'attenzione è stata posta prima sulla costruzione di nuove case, poi su case già esistenti composte da narrazione composte sulla scarsità di terreni e sul valore degli immobili.

Le narrazioni relative ai boom e alle contrazioni del mercato immobiliari non fanno parte del filone del panic selling o della fiducia. Nel mercato immobiliare la fiducia è intesa diversamente rispetto allo stato dell'economia, ripresa anche dall'indice Case-Shiller relativo all'inflazione dal gennaio del 1978 al 2018, ammonta a solo 0,035. Gli immobili sono considerati beni privati, sui quali i soggetti detengono opinioni, mentre l'economia è considerata come un prodotto di più forze.

Con il boom fondiario della Florida, i giornali compresero che gli individui erano interessati alle storie sui prezzi delle case nel centro delle metropoli, con l'ipotesi che anche queste storie siano diventate contagiose. Prima dell'avvento degli indicatori statistici dei prezzi delle case, i mezzi di informazioni, i giornalisti non perdevano tempo nel pubblicare storie di questo genere sui prezzi degli immobili. Nel 2005 il boom delle case che precedette la crisi del mercato immobiliare, le ricerche online basate sul termine housing bubble aumentano sensibilmente, con picco iniziale di contagio e la successiva discesa. Nel 2007-2009 diventa virale la figura del flipping, colui che specula nell'acquisto di immobili rivendendoli poco dopo ad un prezzo più alto. Nelle narrazioni popolari il flipper divenne un termine comune che identificava un soggetto che era in grado di apportare un rapido profitto.

Shiller dal 2003 collabora con il collega Karl Case nella somministrazione annuale di questionari a soggetti che hanno comprato casa. L'indagine pone domande sulla scelta intrapresa dai soggetti che hanno deciso di investire nel settore immobiliare, con 3 risposte disponibili. Una delle domande è per esempio "Nel decidere di comprare la sua proprietà, ha pensato che l'acquisto fosse un investimento? Le risposte tra cui l'intervistato può scegliere sono: 1 Niente affatto, 2 In parte, 3 è stato un fattore molto importante. La percentuale degli interpellati che ha optato per la terza risposta è stata rilevata nel 2004 con il 49% di risposte, poi scesa al 32% nel 2010, risalendo al 42% nel 2016 dopo la Grande recessione.

Dal 2005 le narrazioni in circolazione nel mercato comprendeva articoli che descrivevano il mercato come piuttosto spumeggiante, che contribuì alla formazione di una costellazione di narrazioni che hanno influito nei comportamenti degli individui nel compiere scelte e dare origine a quella che è stata lo scoppio della bolla speculativa del mercato.

### **Bibliografia:**

Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta,  
john maynard keynes, UTET,

Teorie e realtà nel metodo dell'economia politica - alberto  
quadrio curzio

Economia e narrazioni – Robert J. Shiller

Euforia irrazionale – Robert J. Shiller

Narrative persuasion - Barron, Kai; Fries, Tilman - WZB  
Discussion Paper, No. SP II 2023-301

The global crisis of 2007-2009: causes, consequences and  
policy responses - Prof. Carluccio Bianchi

### **Sitografia:**

Dispense:[http://www.diss.uniroma1.it/moodle2/pluginfile.php/7549/mod\\_resource/content/2/L2\\_PE17\\_TN.pdf](http://www.diss.uniroma1.it/moodle2/pluginfile.php/7549/mod_resource/content/2/L2_PE17_TN.pdf)

<https://tesi.luiss.it/11487/1/scarpellino-claudia-tesi-2013.pdf>

[https://www.aicon.it/wp-content/uploads/2017/01/PERCHE\\_LA\\_DECRESCITA\\_NON\\_E\\_LA\\_SOLUZIONE.pdf](https://www.aicon.it/wp-content/uploads/2017/01/PERCHE_LA_DECRESCITA_NON_E_LA_SOLUZIONE.pdf)

[https://it.wikipedia.org/wiki/Modello\\_IS-LM](https://it.wikipedia.org/wiki/Modello_IS-LM)

<https://www.openpolis.it/parole/che-cose-la-stagflazione/>

[https://it.wikipedia.org/wiki/Tasso\\_naturale\\_di\\_disoccupazione\\_e](https://it.wikipedia.org/wiki/Tasso_naturale_di_disoccupazione_e)

<https://www.ekonomia.it/2018/11/13/le-domande-improvvisamente-chi-sono-keynesiani-e-monetaristi/>

<https://www.ilsole24ore.com/art/morto-robert-lucas-nobel-l-economia-che-formulo-critica-lucas-AEoZL6TD>

<https://dizionari.simone.it/6/critica-di-lucas>

[https://www.bankpedia.org/index\\_voce.php?lingua=it&i\\_id=135&i\\_alias=w&c\\_id=23070-washington-consensus](https://www.bankpedia.org/index_voce.php?lingua=it&i_id=135&i_alias=w&c_id=23070-washington-consensus)

<https://www.milanofinanza.it/news/rischio-stagflazione-come-negli-anni-70-se-inflazione-non-rallenta-202111161733569016#:~:text=La%20stagflazione%20degli%20anni%20'70,accompagnarono%20due%20gravi%20shock%20petroliferi.>

[https://www.treccani.it/enciclopedia/parabola-delle-isole\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](https://www.treccani.it/enciclopedia/parabola-delle-isole_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

<https://www.okpedia.it/trappola-della-liquidita>

[https://www.okpedia.it/scuola\\_keynesiana](https://www.okpedia.it/scuola_keynesiana)

[https://it.wikipedia.org/wiki/Legge\\_di\\_Say](https://it.wikipedia.org/wiki/Legge_di_Say)

<https://www.sapere.it/enciclopedia/Hicks%2C+sir+John+Richard.html>

[https://www.okpedia.it/animal\\_spirits](https://www.okpedia.it/animal_spirits)

<https://eticaeconomia.it/la-politica-monetaria-del-new-deal-e-la-limitata-influenza-di-keynes-le-tesi-di-un-nuovo-libro/>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisidel29.htm>

<https://dizionari.simone.it/6/equilibrio-economico-parziale>

[https://www.dirittoeconomia.net/economia/sistema\\_economico/scuola\\_socialista.htm](https://www.dirittoeconomia.net/economia/sistema_economico/scuola_socialista.htm)

<https://www.treccani.it/enciclopedia/levellers/#:~:text=I%20l.,dagli%20agitators%2C%20rappresentanti%20dei%20soldati.>

<https://www.treccani.it/enciclopedia/antoine-augustin-cournot>

[https://it.wikipedia.org/wiki/La\\_Repubblica\\_\(dialogo\)](https://it.wikipedia.org/wiki/La_Repubblica_(dialogo))

[https://www.treccani.it/enciclopedia/tommaso-moro\\_\(Enciclopedia-dei-ragazzi\)](https://www.treccani.it/enciclopedia/tommaso-moro_(Enciclopedia-dei-ragazzi))

[https://www.treccani.it/enciclopedia/la-teoria-economica-e-il-suo-linguaggio\\_\(XXI-Secolo\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/la-teoria-economica-e-il-suo-linguaggio_(XXI-Secolo)/)

<https://kriticaeconomica.com/economia-john-stuart-mill/#:~:text=Egli%20sostiene%20che%20lo%20Stato,ricchezza%2C%20non%20la%20crescita%20economica.>

<https://www.treccani.it/enciclopedia/corn-laws/>

<https://web.archive.org/web/20171227061823/http://www.iltimone.org/33959,News.html>

[https://it.wikipedia.org/wiki/Economisti\\_classici#:~:text=Il%201776%2C%20anno%20di%20pubblicazione,\(teoria%20della%20mano%20invisibile\).](https://it.wikipedia.org/wiki/Economisti_classici#:~:text=Il%201776%2C%20anno%20di%20pubblicazione,(teoria%20della%20mano%20invisibile).)

<https://www.treccani.it/enciclopedia/auguste-comte>

[https://web.archive.org/web/20190705061523/http://www.treccani.it/enciclopedia/mano-invisibile\\_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)](https://web.archive.org/web/20190705061523/http://www.treccani.it/enciclopedia/mano-invisibile_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza))

<https://am.pictet.it/blog/articoli/guida-alla-finanza/finanza-comportamentale-come-l-emotivita-influisce-sugli-investimenti>

[https://it.frwiki.wiki/wiki/Causes\\_de\\_la\\_bulle\\_immobili%C3%A8re\\_am%C3%A9ricaine\\_des\\_ann%C3%A9es\\_2000](https://it.frwiki.wiki/wiki/Causes_de_la_bulle_immobili%C3%A8re_am%C3%A9ricaine_des_ann%C3%A9es_2000)

[https://it.frwiki.wiki/wiki/Bulle\\_immobili%C3%A8re\\_am%C3%A9ricaine\\_des\\_ann%C3%A9es\\_2000](https://it.frwiki.wiki/wiki/Bulle_immobili%C3%A8re_am%C3%A9ricaine_des_ann%C3%A9es_2000)

indice di shiller: <https://www.fxempire.it/macro/united-states/case-shiller-home-price-index-yoy>

<https://www.ilfattoquotidiano.it/2013/10/15/nobel-per-leconomia/743730/>

<https://www.maurominelli.it/media/stampa/coronavirus-stampa/coronavirus-grafico-dei-contagi-da-covid19-finalmente-superato-il-picco/>

<https://www.doppiozero.com/kahneman-e-tversky-economia-comportamentale>

tesi:  
<http://dspace.unive.it/bitstream/handle/10579/7255/832616-1191827.pdf;sequence=2>

Grafico: <https://www.ilsole24ore.com/art/coronavirus-governo-stima-92mila-contagi-picco-18-marzo-ADfgS9C>

[https://etd.adm.unipi.it/theses/available/etd-01192016-103731/unrestricted/TESI\\_Benedetta\\_Mura.pdf](https://etd.adm.unipi.it/theses/available/etd-01192016-103731/unrestricted/TESI_Benedetta_Mura.pdf)

