

Scaletta Presentazione

Slide 1

- Questo lavoro si propone di seguire lo sviluppo del concetto di Rischio Crescente, generalmente attribuito a Kalecki, in un arco di tempo che va dal 1935 ai giorni nostri
- La tesi è concettualmente divisa in tre parti:
 - le origini (dal 1935 al 1954)
 - la discontinuità posta dai teoremi di Modigliani Miller del 1958 e il successivo dibattito che in qualche misura prosegue tuttora
 - i recenti sviluppi neo e post Keynesiani, a partire dall'articolo di Siglitz Weiss del 1981

Slide 2

Per descrivere la formulazione iniziale del principio di Rischio Crescente di Kalecki nella sua formulazione originale si sono presi in considerazione 4 autori.

- Marek Breit, riconosciuto da Kalecki stesso come l'ispiratore del Principio, di cui riassumiamo le posizioni espresse in un articolo del 1935. L'opera di Breit fu tragicamente interrotta dalla sua uccisione nel corso dell'invasione nazista in Polonia;
- Michal Kalecki, che enuncia per la prima volta il Principio in un articolo del 1937 per risolvere il problema della finitezza delle decisioni d'investimento, che viene approfondito in un articolo, ancora del 1937 dedicato a questo argomento
 - **Slide 3**
 - Riportiamo qui il grafico contenuto in questo articolo in cui si vede una curva di efficienza marginale d'investimento costante, un interesse costante e una curva che rappresenta la somma del tasso d'interesse costante e del rischio marginale crescente.
 - In questo articolo Kalecki introduce accanto alla problematica della funzione degli investimenti, un tema che si rileverà centrale nei suoi scritti successivi: la sua convinzione che il rischio crescente implichi che la democrazia degli affari è un sofisma e che il capitale proprio sia esso stesso un fattore d'investimento.
- Josef Steindl, stretto collaboratore di Kalecki, nei suoi scritti dal 1941 al 1945 irrobustisce la trattazione formale del principio e ne estende la sua applicazione a società per azioni, oltre che a individui, e mette più a fuoco le implicazioni sulle concentrazione delle imprese
- Innocenzo Gasparini – 1952 – questo articolo mi è stato segnalato dal professore Federico Caffè ed è interessante per vari motivi: ancorché l'autore sia di estrazione completamente diversa dai tre autori suaccennati, di chiara

impostazione Marxista, condivide, almeno in parte il principio, ragiona sulla sua applicabilità ad un problema allora attuale, la riforma agraria in Italia e osserva che alcuni rimedi al rischio crescente sarebbero validi sia in economie di mercato che in economie collettivistiche.

Slide 4

- In questa slide sono riassunte le due Proposizioni principali espresse nel 1958 (*riassunto slide*)
- Le Proposizioni suscitarono un vivacissimo dibattito perché in clamoroso contrasto con quanto veniva insegnato nelle Business School e nella prassi di migliaia di operatori del mondo della finanza.

Slide 5

- Per sintetizzare l'enorme dibattito si sono scelti 3 contributi:
 - Una Conferenza di Stiglitz del 2005 a un Convegno in onore della memoria di Franco Modigliani, in cui l'autore spiega quali fossero i suoi moventi nello scrivere l'articolo del 1969
 - L'articolo di Stiglitz "A Re-examination of the M-M Theorem"
 - L'articolo di Merton Miller del 1988 "The M-M Propositions after Thirty Years"

Slide 6

- In questo articolo "A Re-examination of the M-M Theorem" Stiglitz racconta come fosse convinto che nel teorema mancasse qualcosa d'importante, che il suo approfondimento lo portò con sua sorpresa a scoprire che il Teorema M-M era valido in condizioni di equilibrio generale, che alcune ipotesi restrittive ipotizzate da M-M potevano cadere senza inficiare il teorema, ma d'altro canto emergevano due elementi che implicavano gravi problemi
 - L'importanza dei costi di bancarotta
 - Le obbligazioni di una stessa impresa in diversi stati d'indebitamento o di imprese appartenenti alla stessa classe di rischio ma con diverso indebitamento non sono prodotti uguali

Slide 7

- In questo articolo Miller osserva che si sarebbe evitata una quantità di dibattiti tra economisti se avesse ipotizzato che l'arbitraggio potesse essere condotto da imprese oltre che da individui, e di fatti in questa forma l'arbitraggio si è espresso nel mondo reale.
- ammette molto francamente che l'ipotesi di tracciare una linea netta tra obbligazioni sicure a azioni rischiose avesse creato più problemi di quanti si proponeva di risolvere.

- Tuttavia, come la frase riportata nella *slide* evidenzia, conserva un atteggiamento sostanzialmente ottimista riguardo alle obbligazioni ad alto rendimento e ad alto rischio

Slide 8

- Nella terza parte della tesi si affronta il tema del razionamento del credito in mercati caratterizzati da informazione imperfetta.
- Nell'articolo "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information" del 1981 gli autori dimostrano come in un mercato concorrenziale possa esserci un equilibrio caratterizzato da una domanda insoddisfatta di credito e che una banca che razionalmente massimizza i suoi profitti in queste condizioni non alza il tasso d'interesse perché un suo incremento porterebbe a minori profitti dovuti sia a una "selezione avversa" (perché i prestatori disposti ad accettare i tassi più alti sarebbero meno sicuri) sia perché lo stesso imprenditore, in presenza di un tasso più elevato, sarebbe portato a scegliere un progetto d'investimento più rischioso.
- Questo porta alla frase presentata nella slide tratta dalle conclusioni dell'articolo.

Slide 9, 10 e 11

- Nell'articolo del 1984 "**Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations**", Greenwald, Stiglitz e Weiss precisano i loro argomenti contro la posizione classica che in equilibrio concorrenziale ci sia pieno utilizzo di tutti i fattori ed enunciano l'obiettivo di definire un insieme consistente di "microfondazioni" basate sull'informazione imperfetta, focalizzandosi sul mercato dei capitali.
- In questa e nelle slide seguenti riporto alcune considerazioni degli autori, con particolare riferimento a situazioni di crisi ciclica, che sono state espresse nel 1984 e in cui il principale esempio di crisi cui gli autori fanno riferimento la "Grande Depressione" del 1929, ma che si rivelano di singolare attualità se messe in rapporto alla crisi attualmente in corso.

Slide 12

- Al punto di vista Neo Keynesiano, a cui appartengono le posizioni di Stiglitz ed altri sopra citati, si contrappone a volte aspramente un punto di vista Post Keynesiano. A rappresentare questo punto di vista, si sono presi in considerazione due contributi di Tracy Mott che rileva come le recenti micro fondazioni di Stiglitz ed altri descrivano una situazione perfettamente sovrapponibile a quella descritta da Kalecki.

- Questa slide sintetizza le posizioni del primo dei due contributi

Conclusioni

- In conclusione possiamo osservare che le posizioni di M-M, che a prima vista sembravano diametralmente opposte a quelle di Kalecki, sono in realtà ben consapevoli del problema del rischio.
- Come osserva Tamborini: “L’intera storia degli studi monetari e finanziari è intrecciata con il dibattito tra gli studiosi che ritengono che quasi tutti gli aspetti dei mercati e delle istituzioni finanziarie possano essere compresi solo in risposta all’assenza di una o più delle condizioni di perfezione dei mercati e quelli che all’opposto sostengono che il modello dei mercati finanziari perfetti rimane la migliore guida per la ricerca sia teorica che applicata. Gli studi più recenti [...] hanno decisamente rispostato il pendolo verso il primo tipo di visione”.
- Ma i contributi di Stiglitz sembrano porre una questione più radicale che tocca non solo le imperfezioni, ma la solidità stessa di alcuni concetti del mercato perfetto, quali la definizione di merce o la legge della domanda e offerta.
- Infine il punto di vista che si definisce Post-Keynesiano ci ha ricordato che i contributi recenti che hanno portato a micro-fondare alcune proposizioni macro-economiche sono pervenuti alle stesse conclusioni pratiche, per quanto riguarda il rischio crescente, previste da Kalecki. Sembra quindi di assistere alla chiusura di un ciclo.
- Ma lo stesso punto di vista Post-Keynesiano ci ricorda che il tutto sembra essere maggiore della somma delle parti, cioè l’operazione di micro-fondazione, che pur ha reso più solide molte intuizioni di Kalecki o di Keynes sembra essere ancora incompleta, perché in realtà le posizioni originarie avevano implicazioni più ampie:
- L’evoluzione del concetto di Rischio Crescente sembra non essere ancora finita.